Universidad de San Andrés

Departamento Académico de Administración

Trabajo de Graduación

"Desarrollo del mercado de capitales brasileño en el siglo XXI"

"Políticas publicas, participación del sector privado y la respuesta de los inversores en el mercado de capitales de Brasil desde el año 2000 a la actualidad"

Alumno
Darío Sebastián Alvarez

Mentor
Diego Fernández Molero

Firma del Mentor

1ro de Junio de 2009

Abstract:

A comienzos del siglo XXI se desató una crisis de confianza a nivel global, producida por grandes fraudes corporativos, la recesión económica de los Estados Unidos, el ataque terrorista a las torres gemelas, y el desarrollo encadenado de las grandes crisis del mundo emergente; dejando en evidencia que no quedaba sitio para esconderse de la globalización, ni de los estrechos lazos que unían a los mercados de capitales. Un Brasil vapuleado por dos crisis –una endémica y otra heredada-, comprendió que su mercado no representaba una alternativa atractiva para los capitales extranjeros, y debía diseñar un proyecto de reforma enfocado en atacar la raíz de dicha problemática.

Este trabajo fue realizado con el fin de dar respuesta a un interrogante: ¿Cómo fue desarrollado este plan, y que acciones se llevaron a cabo para alcanzar el crecimiento que presenciamos en la actualidad?

Se llevó a cabo un estudio exhaustivo de los participantes que componen al mercado de capitales, así como de su rol en el desarrollo del mismo desde el año 1999 hasta la actualidad; a través de la revisión documental de estudios, informes, artículos y reportes emitidos por organismos internacionales, entidades de Brasil, intermediarios financieros, entidades gubernamentales, y agencias de noticias.

Basado en las en las condiciones institucionales y macroeconómicas esenciales para la expansión y el desarrollo perdurable de los mercados de capitales, enunciadas en *Stallings* y *Studart* (2006), y en el Plan Maestro del Mercado de Capitales (2002) de Brasil; se concluyó que: enfocándose en el desarrollo de la seguridad, la transparencia y la liquidez en la operatoria del mercado –a través del esfuerzo conjunto entre el sector público y el privado-, se logró posicionar a Brasil como modelo internacional para el resto de las naciones emergentes; probando que la inestabilidad inherente al mundo en vías de desarrollo puede ser superada a través de la formulación de planes sólidos, a largo plazo.

Palabras Clave: **Mercado de capitales**, **plan maestro**, **seguridad**, **transparencia**, **liquidez**.

Indice de contenidos

1. Introducción ..... Pg. 5
1.1 Problemática ..... Pg. 5
1.2 Objetivos del trabajo ..... Pg. 6
1.3 Estrategia metodológica ..... Pg. 6
1.4 Guía de lectura ..... Pg. 7
2. Enmarcando la crisis ..... Pg. 9
2.1 La hiperinflación y el "Plan Real" ..... Pg. 9
2.2 Crisis emergentes en la década de los noventa ..... Pg. 10
2.3 "El Samba". La crisis de Brasil ..... Pg. 13
2.4 "El Samba" en el mercado de capitales ..... Pg. 14
2.5 La respuesta del mercado ..... Pg. 16
3. Análisis ..... Pg. 18
3.1. Seguridad para inversores ..... Pg. 18
3.1.1 El gobierno ..... Pg. 19
3.1.2 Las instituciones del mercado ..... Pg. 33
3.1.3 Marco regulatorio ..... Pg. 36
3.2. Transparencia en las transacciones ..... Pg. 37
3.2.1 Sistemas de transacciones ..... Pg. 38
3.2.2 Compensación, liquidación y clearing ..... Pg. 40
3.2.3 Prácticas de gobierno corporativo ..... Pg. 44
3.2.4 Educación ..... Pg. 47
3.2.5 Promoción del mercado ..... Pg. 48
3.3. Liquidez en el mercado ..... Pg. 49
3.3.1 *Free float* requerido ..... Pg. 49
3.3.2 Gobierno corporativo ..... Pg. 50
3.3.3 Participación de intermediarios internacionales ..... Pg. 51
3.3.4 Incorporación de nuevas tecnologías ..... Pg. 52
3.3.5 Costos de transacción ..... Pg. 53
3.3.6 Variedad de productos ..... Pg. 53
3.3.7 Apertura de capital en varios mercados –*cross-listing* ..... Pg. 57

3.3.8 Apertura al segmento *retail* ..... Pg. 58
3.3.9 Restructuración del mercado ..... Pg. 59
3.3.10 Conexión entre mercados ..... Pg. 65
3.3.11 *Market makers* ..... Pg. 66
3.3.12 Indicadores de liquidez ..... Pg. 66
4. Conclusión ..... Pg. 69
4.1 Síntesis del trabajo ..... Pg. 69
4.2 Comentarios finales ..... Pg. 72
5. Bibliografía ..... Pg. 74
6. Anexos ..... Pg. 81
6.1 Anexo I: Plan Maestro del Mercado de Capitales ..... Pg. 81
6.2 Anexo II: Condiciones institucionales y macro-económicas esenciales ..... Pg. 85
6.3 Anexo III: Objetivos del COPOM ..... Pg. 86
6.4 Anexo IV: Transparencia en el mercado de renta fija ..... Pg. 87
6.5 Anexo V: Recomendaciones del G-30 ..... Pg. 88
6.6 Anexo VI: Segmentos especiales de la BM&F Bovespa ..... Pg. 89
6.7 Anexo VII: Casos de des-mutualización ..... Pg. 90

Universidad de SanAndrés

Gráficos

1. Composición de la cartera de inversión extranjera ..... Pg. 24
2. Objetivos de inflación versus IPCA ..... Pg. 28
3. Evolución de la tasa SELIC ..... Pg. 29
4. *Rating* crediticio soberano otorgado por calificadoras de riesgo ..... Pg. 30
5. Evolución de la participación de los niveles especiales de gobierno corporativo ..... Pg. 51
6. Liquidez. *Turnover velocity* ..... Pg. 67
7. Liquidez. Operatoria promedio ..... Pg. 68
8. Evolución de iBovespa ..... Pg. 72

1.0 **Introducción**

1.1. Problemática:

En 1999 Brasil entró en una dura recesión, acompañada por híper-inflación, déficit primario y la ausencia de un plan para afrontar la situación. La crisis de confianza mundial, impulsada por fraudes corporativos, la recesión de Estados Unidos junto a 9/11, y las crisis de países emergentes como Rusia, Méjico y Tailandia; afectaron a los mercados financieros en una escala global.

Brasil se hallaba en medio de dos crisis: una propia, de origen económico (1999), y otra importada (2001); requiriendo de un plan a largo plazo para poder salir de esta situación. La demanda del sector privado y de la población permitió la llegada al poder de un partido no ortodoxo, el cual enfocaría sus esfuerzos en los principales problemas que atravesaba la nación.

De esta problemática se desprende la cuestión: ¿Como se desarrolló el plan de reforma, y cuales fueron las acciones tomadas para llevarlo a cabo, resultando en el crecimiento que conocemos en la actualidad?

Universidad de SanAndres

Los participantes del mercado de capitales, por su parte, comprendieron que Brasil no representaba una alternativa atractiva para los capitales extranjeros, y optaron por diseñar un proyecto de reforma enfocado en atacar la raíz de dicha problemática. Con el apoyo del gobierno, el mercado debería enfocar su esfuerzo en la adopción de estándares de normativa y calidad operativa de nivel internacional; la promoción del mercado de capitales a nivel local y en el exterior; la reforma del marco regulatorio y el re-diseño de la estructura de aplicación del mismo. En síntesis, la reforma de la estructura del mercado para adaptarlo a las tendencias de los mercados más desarrollados.

El gobierno, por su lado, tendría que enfocarse en el desarrollo de políticas monetarias coherentes, una política fiscal amigable hacia el inversor extranjero y el local, la canalización de fondos hacia el mercado, la consolidación de sus relaciones con organismos multilaterales como

el FMI, así como la mejora en las relaciones con el resto de los países, formando alianzas sólidas que fomenten el desarrollo de Brasil.

Los desafíos por delante eran numerosos, y sortearlos requería de un compromiso a largo plazo que hasta ese entonces ningún gobierno había adoptado. Aunque el camino era difícil, las recompensas superarían las expectativas de todos.

1.2. Objetivos del trabajo:

- Explicar en que contexto fue desarrollado el plan de reforma del mercado de capitales.
- Definir los principales factores que definen a un mercado de capitales desarrollado (no emergente).
- Explicar la lógica de dichos factores, y el avance de los mismos en Brasil: encontrar resultados que confirmen el impacto en su progreso.
- Exponer la experiencia brasileña con su mercado de capitales como modelo para el resto de los países emergentes.

QUAERERE VERUM
Universidad de SanAndres

1.3. Estrategia metodológica:

Para comprender la implementación del plan, se llevó a cabo una revisión documental exhaustiva sobre la formulación del mismo, en torno a documentación del "Plan Maestro del Mercado de Capitales". Partiendo de esta información, se realizó un relevamiento de los participantes que componen al mercado de capitales brasileño: Inversores, empresas, instituciones e intermediarios.

El estudio se realizó a partir de la revisión de reportes, informes, estudios y noticias, provenientes de: Organismos multilaterales, bancos centrales, entidades privadas internacionales, organismos oficiales que componen al mercado de capitales; utilizando las bases de datos *on-line* de la universidad (EBSCO, EMIS y JSTOR) y el repositorio online de trabajos de graduación de promociones anteriores, así como publicaciones institucionales, *papers*, informes económicos y notas periodísticas de, por ejemplo, Wall Street Journal, Bloomberg, Reuters; las agencias

Standard & Poor´s, Moody´s, y Fitch; el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, y el *Bank for International Settlements*, entre otros.

Una vez obtenida la información, se procedió a estructurar la relación entre los participantes del mercado: su función, sus tareas, y el rol que jugó cada uno en la formulación ó implementación de este plan.

Paralelamente a esta investigación, se buscó determinar las características que poseía el modelo a ser emulado –los mercados de capitales desarrollados- relevando estudios académicos sobre la materia, para comprender cuales eran los factores centrales que garantizan el funcionamiento de estos mercados, y por ende como se manifestaron las acciones de los integrantes del mercado de Brasil sobre este conjunto de variables para impulsar el crecimiento del mercado local.

Para observar los resultados se estudiaron las consecuencias de estas acciones sobre indicadores clave, a saber: la variación en el valor del índice iBovespa –principal índice de la bolsa-, la variación en el "*Emerging Markets Bond Index*" (EMBI) indicativo del "riesgo país", la variación en la calificación de las principales agencias calificadoras de riesgo, e indicadores generales de desempeño del mercado como volúmenes operados, cantidad de operaciones, cantidad de inversores, y número de empresas emisoras de capital, entre otros.

Universidad de SanAndrés

1.4. Guía de lectura:

El segundo capítulo, **Enmarcando la crisis**, sintetiza el contexto en el cual se desataron la crisis económica –local- de Brasil, así como la de los grandes países emergentes. Se presentan las condiciones de Brasil previo a su crisis, recorriendo las crisis de Méjico, los países asiáticos, y Rusia, para volver a sus consecuencias sobre Brasil; para desembocar en la respuesta de su mercado de capitales: El Plan Maestro del Mercado de Capitales.

En el tercer capítulo, **Análisis**, se comienza detallando las variables que debieron ser estimuladas para llevar a cabo el Plan Maestro: **Seguridad**, **Liquidez** y **Transparencia**. El capítulo luego se divide en tres partes, cada una dedicada al análisis de cada variable; definiéndose conceptualmente, así como explicando sus implicancias sobre las operaciones de mercado. En estos tres sub-capítulos se enumeran las acciones que se llevaron a cabo para estimular cada uno

de estos factores, así como el rol que desempeñaron los integrantes que componen dicho mercado, y los resultados de sus acciones.

En el cuarto capítulo, **Conclusión**, se presenta la síntesis de la investigación explicando el rol que desempeñaron el gobierno y el sector privado –las entidades del mercado y las empresas- para concretar el Plan Maestro, y su impacto sobre el mercado de capitales de Brasil.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

2.0 **Enmarcando la crisis**

En las siguientes páginas se detalla la ocurrencia de ciertos eventos, que en conjunto promovieron el desarrollo del "Samba" en la *República Federativa do Brasil.*

2.1. La Hiperinflación y el Plan Real:

El siglo XXI recibe a un Brasil duramente golpeado por su reciente crisis, que debió empeñarse por recuperar la confianza de los inversores, quienes en los cinco años anteriores, habían presenciado la caída de grandes naciones emergentes y sentido el sabor amargo de las pérdidas ocasionadas por sus riesgosas apuestas.

La crisis referida comienza a gestarse previo al año 1994, cuando la nación se encontraba con una balanza de pagos deficitaria, un gran stock de deuda con organismos multilaterales y una hiperinflación mayor al 2.300%. La República había arribado a esta situación como resultado del proceso de la globalización y la falta de industrialización necesaria para compensar al creciente volumen de importación de bienes terminados. Como respuesta a dicho fenómeno, el gobierno adoptó una postura agresiva frente al desarrollo industrial y la apertura financiera, a través del lanzamiento del "Plan Real" en ese mismo año (CESLA, 2002).

Simultáneamente, el Banco Central comenzó una reestructuración del sistema bancario, debido al endeudamiento y morosidad de pagos, motivado por un alza progresiva de tasas de interés a principios de los noventa, y acompañado por un déficit primario sostenido, forzando el otorgamiento de préstamos estatales y municipales. La reestructuración culminó con la intervención sobre cuarenta de los 242 bancos en el sistema, de los cuales veintinueve fueron liquidados, cuatro quebraron, seis fueron colocados bajo administración temporal y solo uno continuó operando (Stallings y Studart, 2006).

El "Plan Real" consistía en el lanzamiento de una nueva moneda que sustituiría al debilitado Cruceiro –el Real- bajo un tipo de cambio semi-fijo[1] con el dólar estadounidense, estableciendo

[1] El tipo de cambio adoptado por Brasil se conoce como *currency board system*. Bajo este sistema, la nación emite su moneda local, y debe adquirir su equivalente en la moneda a la cual se encuentra "anclada", sin eliminar la posibilidad de una

como tope máximo la paridad uno a uno, así como permitiendo una cierta discrecionalidad frente a la relación entre las variaciones en la base monetaria y las reservas en dólares del Banco Central (De Paula y Alves, 2000).

La nueva política monetaria fue acompañada por acciones de apertura comercial y recepción de capital extranjero. Así fue como entre los años 1995 y 1997, el gobierno autorizó la privatización de una cantidad notable de empresas públicas, mientras que el Banco Central de Brasil promovió tasas elevadas en la economía, motivando el ingreso de caudales sin precedente de capital foráneo.

El gobierno asumió que el plan generaría inversión doméstica a través del ingreso de Inversión Extranjera Directa[2] (IED), permitiendo el desarrollo de infraestructura, y un aumento sostenido en la productividad, generando así el contrapeso necesario frente al incremento en las importaciones (De Paula y Alves, 2000).

Los resultados fueron sorprendentes: El total de IED pasó de U$ 41,7 mil millones en 1995 a U$ 103 mil millones a fines del año 2000. Esta evolución, a una tasa de crecimiento anual compuesta de 19,8% durante los cinco años fue producto del proceso de apertura económica, y la desregulación, y privatización de los sectores de servicios clave: la energía, la telefonía y el sector bancario (CESLA, 2002).

Universidad SanAndrés

2.2. Crisis emergentes en la década de los noventa:

El desarrollo de Brasil sucedió en forma paralela al de otros países emergentes. Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, las Filipinas, Méjico y Rusia fueron algunos de los principales focos de inversión en los años noventa; y así como Brasil, fueron arrastrados por una serie de crisis globales que sacudieron a los mercados, así como al crecimiento de los mismos.

devaluación. La idea central consiste en mantener inicialmente un tipo de cambio fijo, el cual puede modificarse con el paso del tiempo para no importar inflación. Este sistema limita a la autoridad monetaria sin prevenir que otras entidades –los bancos y el gobierno- lleguen a encontrarse en una posición de iliquidez.

[2] La adquisición de una participación que otorgue igual ó más de 10% del poder de voto en una empresa privada ó estatal, por inversores no residentes. El concepto contempla la estabilidad en la inversión, así como la reinversión de las ganancias de la firma en cuestión.

La Crisis Mejicana. En el año 1993, Méjico se encontraba en un período de transición. El gobierno finalizaba una serie de reformas: La reestructuración de su deuda bajo el "Plan *Brady*"[3], la reducción en la tasa de inflación y el déficit presupuestario, el soporte del tipo de cambio frente al dólar estadounidense, y la inauguración de su rol dentro del NAFTA. Hacia comienzos de 1994, Méjico se encontró en una situación difícil:

- Un déficit de cuenta corriente rondando los U$ 20 mil millones;
- el conflicto político generado por la rebelión del grupo EZLN en la provincia de Chiapas y el posterior asesinato de uno de los candidatos a la presidencia;
- la pérdida masiva de reservas –mayores a U$ 19 mil millones en el año- debido a la respuesta del gobierno a la especulación con su moneda;
- la emisión y reconversión de la deuda pública –Cetes y Ajustabonos- en títulos de corto plazo denominados en dólares, los "Tesobonos"[4], por un total de U$ 29 mil millones. Estos factores terminaron de minar la confianza del público inversor extranjero, generando una venta masiva de los Tesobonos y del peso mejicano (Whitt, 1995).

El 1ro de Diciembre, el gobierno del nuevo presidente –Ernesto Zedillo- trajo una serie de políticas monetarias, entre ellas la abrupta devaluación de la moneda local contra el dólar, hundiendo al país en una profunda crisis, y produciendo una cadena de resultados nefastos; denominada "Efecto Tequila". Esto ocasionó la salida precipitada de capitales extranjeros desde Méjico y posteriormente desde todo el cono sur (Bco. México, 1996).

La Crisis Asiática. Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Malasia y las Filipinas siguieron dicha tendencia, y en medio de una ola de capitales proveniente del extranjero promovida por una serie de políticas flexibles de comercio y apertura económica, se hallaron al pie de la crisis con una deuda agregada superior a U$ 274 mil millones, de los cuales aproximadamente un 64%

[3] Impulsado por los Estados Unidos en la década del 1980, el plan consistió en la reestructuración de la deuda externa de aquellos países emergentes –principalmente en Latino América- cuyos pagos habían cesado, agobiados por altas tasas de interés y la caída en el precio de los *commodities*. Los acreedores, grandes bancos internacionales, tuvieron la posibilidad de convertir estos activos ilíquidos en títulos que podían ser negociados en la plaza internacional, en muchos casos garantizados por letras del tesoro americano. Los títulos que resultaron de la reestructuración fueron bautizados bonos Brady, inspirados en el secretario del tesoro estadounidense en ese entonces, Nicholas Brady.

[4] De los U$ 25 mil millones de deuda pública en manos de inversores extranjeros, el 70 % correspondió a Tesobonos.

correspondía a títulos con vencimiento a corto plazo; proporción que las reservas de los bancos centrales de estos países apenas llegaban a cubrir.

La escalada especulativa y las distorsiones internas de su economía llevaron a que en Julio de 1997 Tailandia optara por la devaluación de su moneda, volviendo más caro el servicio de su deuda –denominada en dólares-, y finalmente impulsando una corrida en los mercados de capitales ante la posibilidad de *default* del Banco Central (Bco. Tailandia, 1998). Los intentos fallidos del Fondo Monetario Internacional[5] solo agravaron la situación así como su propia reputación, al fallar como prestamista de última instancia, demostrando que ante una crisis de dicha magnitud ningún organismo se encontraba en condiciones de resguardar a los participantes de los mercados de capitales (Weisbrot, 2007).

La crisis del este asiático causó un contagio generalizado al resto del mundo, principalmente a los países de características similares: aquellos en vías de desarrollo. La inestabilidad global, la pérdida de la confianza y la necesidad de cancelar obligaciones en dólares impulsaron al público inversor a vender sus activos en "monedas emergentes" para cubrir sus pérdidas (De Paula y Alves, 2000).

Universidad de SanAndrés

El Contagio Ruso. Rusia sufrió los primeros síntomas de esta enfermedad, forzando a sus gobernantes a optar por devaluar la moneda nacional en 1998. La crisis comenzó con la caída abrupta en el precio de los *commodities*, siendo los principales afectados aquellos productos exportados por Rusia, obligándola a incrementar su deuda pública. El abandono masivo de capitales del país acompañado por una escalada en los precios locales dejó como saldo la pérdida de un 20% del poder adquisitivo de cada grupo familiar, culminando con la devaluación del rublo (Bco. Rusia, 1998).

Las crisis internacionales golpearon finalmente las puertas de la República de Brasil ese mismo año. La percepción de que el país se hallaba en condiciones similares a las de Rusia respecto de

[5] Organización internacional establecida en 1945, con el fin de promover la cooperación monetaria entre sus miembros. La entidad monitorea el desarrollo de la economía y finanzas mundiales, ofreciendo asesoramiento y préstamos a aquellos países miembros en dificultad, así como asistencia técnica en ciertos temas.

su cuenta corriente, su política monetaria y su exposición al precio de los *commodities* hundió la impresión que tenía formada el público inversor sobre la estabilidad de Brasil.

2.3. "El Samba" – La crisis de Brasil:

Dicho contagio fue posible por la presencia de condiciones desfavorables en la economía brasileña: El deterioro en el crecimiento de su Producto Bruto Interno (promediando un 2,6% entre 1995 y 1998), motivado por el mantenimiento de tasas elevadas de interés con la finalidad de prevenir corridas especulativas contra el real, incrementando el componente financiero del gasto público –por ende aumentando la deuda; y el mantenimiento de un tipo de cambio sobrevaluado.

A fines de 1998, los ataques especulativos contra el real redujeron las reservas internacionales en un 38%, en un plazo de sólo cuatro meses, contando con un déficit de cuenta corriente que representaba el 4,5% del PBI. El gobierno decidió en Enero de 1999 modificar el régimen cambiario, devaluando el real y permitiendo la flotación libre de la moneda (CESLA, 2002), así generando una huída de capitales hacia el exterior. La respuesta inicial del Banco Central fue el incremento de la tasa de referencia para detener el flujo de capitales.

En los primeros dos meses que siguieron a la devaluación, la moneda perdió un 60% de su valor. Este fenómeno generó una cierta inflación, más a su vez permitió la reducción en las tasas de interés así como los ajustes presupuestarios necesarios para la recuperación económica. La respuesta preliminar a los cambios adoptados se haría visible en la forma de Inversión Extranjera Directa en Brasil, la cual durante el 2001 representó el 25% del total de Latinoamérica.

En el año 2002, la percepción del riesgo sobre el mercado Brasileño se había tornado muy negativa: Hacia Junio, la calificadora de riesgo Moody´s bajó la calificación de perspectiva económica de Brasil, de "estable" a "negativa", mientras que Fitch Ratings y Standard and Poor´s rebajaron el *rating*[6] de su deuda externa. Brasil se encontraba bajo la denominación

[6] Las clasificaciones ó *ratings* definidas por la agencia Standard & Poor´s son: D, C, CC, CCC-, CCC, CCC+, B-, B, B+, BB-, BB, BB+, BBB-, BBB, BBB+, A-, A, A+, AA-, AA, AA+, AAA. Cualquier calificación igual o por encima de "BBB-" se denomina *investment grade* ó "calificación de inversión". Esta denominación es de suma importancia, dado que ciertos fondos

"grado de sub-inversión, no siendo recomendable mantener una fuerte posición inversora en este país" (S&P, portal web).

Las modificaciones en las perspectivas de las calificadoras se debían a una serie de factores atenuantes:

- Las altas tasas de interés sobre las cuales se emitió la nueva deuda;
- el aumento de la deuda externa de corto plazo en un 107%, en los cuatro años anteriores;
- el gasto público en exceso debido a las elecciones presidenciales a llevarse a cabo en Octubre de dicho año;
- la posibilidad de que un candidato de izquierda llegue a la presidencia, y decidiera abandonar la ortodoxia monetaria y fiscal que mantenía la nación, en línea con el FMI y los Estados Unidos. La preocupación por dicha candidatura era evidente: En Mayo el reconocido inversor George Soros afirmó que "*habrá default en Brasil si vence Lula* (Da Silva)" (CESLA, 2002: 11). En Junio del mismo, el economista jefe del banco Tokio-Mitsubishi de Brasil (5to en importancia en el país) indicó que "*es inevitable, dada la volatilidad del mercado de la deuda y el riesgo que el mercado está percibiendo, un default en caso que Serra* (principal opositor de Lula) *pierda las elecciones*" (CESLA, 2002: 11).

Universidad de SanAndrés

2.4. "El Samba" en el mercado de capitales:

Durante los años que siguieron a la implementación del "Plan Real" se incrementaron sensiblemente las operaciones dentro de la Bolsa de San Pablo, así como la capitalización bursátil agregada. Pero este crecimiento fue interrumpido por los ataques especulativos contra el Real, el éxodo masivo de capitales, y el humor generalizado de los mercados; impulsando la pérdida del terreno ganado por las iniciativas llevadas a cabo desde el año 1994.

extranjeros de inversión –los fondos de pensión estadounidenses, por ejemplo- poseen restricciones impuestas por sus estatutos que sólo permiten la tenencia de activos cuya calificación crediticia sea igual o superior a esta. Aquellos activos cuya calificación se encuentra por debajo del *investment grade* se considera especulativa. Cabe destacar que la calificación de la deuda soberana de una nación indica el riesgo de *default* que posee, en base a indicadores clave.

Desde el comienzo de la crisis en 1998 hasta el 2002, la capitalización bursátil de la Bovespa disminuyó de U$ 161 mil millones a U$ 124 mil millones. El pánico golpeaba los mercados financieros internacionales, y un mercado emergente como el de Brasil fue fácilmente arrastrado por la corriente (Bovespa, 2007).

Durante 2002 los precios de los títulos de renta fija habían sufrido grandes caídas, particularmente en Julio cuando la agencia Standard & Poor´s bajó el *rating* de la deuda a B+, lo que en palabras del director de dicha firma implicaba "*...un 30% de probabilidad de default*" (Iain, 2006: 63). Durante los primeros nueve meses del año, se estima que cerca de U$ 2,4 mil millones de inversiones en la bolsa fueron retirados del país por inversores extranjeros.

En Agosto de ese año, la nación recibió al período electoral en una posición frágil: Del total de la deuda pública, el 37% se encontraba denominada en dólares, un 32% estaba ajustado por SELIC[7], y otro 7% ajustado por inflación. Esto implicaba que, previo a las elecciones, el 76% del stock de deuda se encontraba sujeto a los vaivenes de los mercados.

Frente a dicha situación, el Fondo Monetario Internacional intervino, realizando una sólida oferta: Un préstamo de U$ 24 mil millones, a cambio de disciplina fiscal por parte del futuro gobierno (Iain, 2006).

En consecuencia, el próximo gobierno se encontró en el ojo de la tormenta, debiendo delinear una serie de políticas e iniciativas, cooperando con el mercado de capitales, para recuperar la confianza del público inversor.

[7] Tasa interbancaria de Brasil, establecida por un comité especializado –COPOM-, bajo la estructura del Banco Central de la nación.

2.5. La respuesta del mercado:

En el año 2001, el Instituto Brasileño del Mercado de Capitales (IBMEC) realizó un estudio titulado "Soluciones para el desarrollo del mercado de capitales brasileño", en el cual se diagnosticaron los obstáculos de naturaleza institucional, económica y cultural que inhibían al crecimiento del mercado local (Rocca, 2004), siendo los principales:

- Obstáculos culturales.
- Protección deficiente de los inversores.
- Altos costos de transacción, debido a tasas elevadas.
- Distorsiones en el sistema tributario e incentivos a la economía informal.
- Organización de mercados e instrumentos deficientes, particularmente en la formación de precios y liquidez del mercado secundario de renta fija.

El Plan Maestro. Estas problemáticas, junto a las crisis financieras internacionales acontecidas en los últimos años, promovieron la creación del "Plan Maestro del Mercado de Capitales", acción liderada por la Bolsa de Comercio de San Pablo (Bovespa) en el año 2002, contando con la participación de otras cuarenta y cinco entidades.

A través de dicho proyecto fueron creados grupos de trabajo, dedicados al diseño de iniciativas y acciones en temas clave para el desarrollo del mercado. Los tres grupos dedicaron su esfuerzo a:

- El desarrollo del nuevo modelo previsional.
- Impulsar el corrimiento del velo societario.
- Promover la liquidez del mercado secundario de obligaciones negociables.

Las directrices del **Plan** se enfocaron en:

- La inclusión del desarrollo del mercado de capitales en el listado de prioridades del gobierno, así como el compromiso del sector privado en la ejecución del plan.
- La promoción del acceso al mercado de empresas ajenas al sector financiero, mediante menores costos de entrada, la dirección de fondos al financiamiento de nuevos emprendimientos, y el desarrollo de la *securitización*.

- La promoción de la cultura del mercado de capitales, a través de la educación de la población y las empresas, así como de programas especiales de calificación dirigidos a los agentes del mercado de capitales.
- La protección del inversor, adoptando las mejores prácticas de gobierno corporativo, transparencia, y aplicación de los contratos.
- La reducción de tributos y tasas, fomentando el acceso de la población a las operaciones financieras e incrementando la liquidez en el mercado.
- La reforma del sistema previsional, impulsando el ahorro a largo plazo.
- La reforma del conjunto de órganos reguladores y sus reglamentos.

Para una visión más detallada de este programa, ver el **Anexo I** donde puede apreciarse el conjunto de acciones propuestas, segmentadas por tema.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

3.0 **Análisis:**

Basándome en las condiciones institucionales y macroeconómicas esenciales para la expansión y el desarrollo perdurable de este, enunciadas en *Stallings* y *Studart* (2006) (referirse al **Anexo II**), enumero a continuación los tres factores necesarios para la gestación de dicho proceso:

- **Seguridad** para los inversores.
- **Transparencia** en las transacciones.
- **Liquidez** en los mercados.

El desarrollo de estos tres factores permitió que, desde el año 2000 a la actualidad, el mercado de capitales de Brasil se convirtiese en uno de los más atractivos del mundo. A través del análisis de los mismos pretendo explicar los resultados de este plan.

3.1 Seguridad para los inversores:

Los mercados de capitales en todo el mundo se encontraban atravesando una verdadera crisis de confianza, resultado de las crisis en países emergentes así como de los grandes fraudes gestados en los mercados más desarrollados. Frente a casos como Enron (2001), One.Tel (2001), Worldcom (2002), Tyco (2002) y la caída del gigante Arthur Andersen LLP (2002), los inversores de todo el mundo descubrieron abruptamente que se encontraban desprotegidos frente al abuso de las grandes corporaciones.

Restablecer la confianza en el mercado de capitales de Brasil no fue una tarea fácil, y requirió un gran esfuerzo –no sólo de parte del gobierno y las entidades del mercado- sino también de las empresas emisoras de títulos, que debieron comprometerse a la adopción de estándares internacionales de calidad para presentar al mercado local como una alternativa viable en un contexto de excesiva inestabilidad.

Bajo la premisa de proteger los derechos de los inversores, se analizan a continuación las medidas tomadas por **el gobierno** y **el mercado**, así como el desarrollo de **la estructura del marco regulatorio**:

3.1.1 El Gobierno: Las presidencias Da Silva – la respuesta a sus detractores

Como se indicó anteriormente los mercados percibían que la victoria de Da Silva resultaría en una catástrofe para el mercado de capitales local. En respuesta el desacreditado candidato ubicó este conflicto como prioridad en su agenda: frente a la posibilidad de ser el primer gobierno de ideología de izquierda en alcanzar el poder en más de cuarenta años, Da Silva tuvo que modificar su postura. Pasando de líder sindical y fundador del "Partido de los Trabajadores", que se definía como "anticapitalista" o promotor de la cesación de pagos de obligaciones contraídas por gobiernos anteriores (CESLA, 2002), a mandatario conciliador: acercando a los sindicatos al sector empresario para salir de la crisis en la que se encontraba sumergido Brasil.

Su primera acción fue el lanzamiento de la fórmula de su candidatura junto a José Alencar como vice-presidente, quien formaba parte del partido liberal y era propietario de una de las compañías textiles más grandes del país (Iain, 2006).

En Junio de ese mismo año el candidato ratificó los términos de la "carta de compromiso" con la política económica del actual gobierno, tal como había sido exigido por los Estados Unidos, a la par de incorporar el "respeto de los contratos existentes" asegurando el pago de la deuda externa.

Universidad de SanAndrés

A su vez, el Partido de los Trabajadores aprobó el programa de gobierno con la adopción de dos elementos fundamentales del gobierno del actual presidente, Fernando Enrique Cardoso: el mantenimiento de los objetivos de superávit primario, y las metas en el crecimiento de la tasa de inflación para el siguiente período.

Previo a la victoria, se desarrolló un documento de acuerdo entre representantes de la Bolsa de Comercio y de Lula, basado en el "Plan Maestro del Mercado de Capitales", subrayando la importancia de dicho mercado en el crecimiento de la economía brasileña, y resaltando cinco áreas centrales donde se enfocaría el gobierno:

i. **Fomentar el desarrollo de los fondos de pensión**; mejorando el sistema social para el incremento en los ahorros acumulados de dichas instituciones, así canalizando flujos relevantes de capital al mercado.

ii. **Mejorar la asignación de recursos a través del mercado**; aplicando fondos estatales en función de las necesidades de la economía.
iii. **Desarrollar buenas políticas fiscales**; considerando al mercado de capitales como elemento central en el sistema productivo y diseñando estas políticas en función de dicho aspecto estratégico.
iv. **Diseñar buenas políticas de tasa de interés**; tomando en consideración su importancia en la atracción de inversores y el crecimiento de la economía. (WE, 2002).
v. **Proteger al inversor**; a través de las medidas necesarias para incrementar la seguridad, modificar la percepción negativa que sostiene parte de la sociedad y así acrecentar la base de participantes en el mercado.

Una sexta área central que, a pesar de no ser mencionada en el documento, recibió gran atención por parte del gobierno en años posteriores, fue:

vi. **Reformar la estructura de la deuda pública**; cuya composición a la fecha era una causa real de la pérdida de confianza del público inversor.

A continuación se detalla el análisis sobre la concreción de lo pactado en el documento de acuerdo, por parte del gobierno, explicando las acciones llevadas a cabo así como sus resultados:

Universidad de San Andrés

i. **<u>Fomentar el desarrollo de los fondos de pensión</u>**

Los inversores institucionales[8] juegan un rol clave en cualquier mercado, por su capacidad de realizar transacciones de gran volumen. La calificación crediticia de una nación es fundamental en la atracción de dichos participantes, y el gobierno de Da Silva comprendió que la modificación del sistema de seguridad social nacional guardaba un papel importante en esta temática.

El sistema de seguridad social se encuentra compuesto por dos sub-sistemas: el privado y el público. A lo largo de sus dos presidencias, el gobierno optó por una reforma radical de ambos.

La reforma privada. La Superintendencia de Seguros Privados (SUSEP) es la entidad encargada de controlar e inspeccionar las compañías aseguradoras, así como los fondos privados

[8] Fondos de pensión, aseguradoras, fondos comunes de inversiones, *hedge funds*, familias adineradas, bancos, entre otros.

de pensión y el mercado de planes de capitalización. En el año 2003, la SUSEP inició un proceso de modernización basado en la adopción de estándares internacionales: Los principios IAIS[9].

Desde el comienzo de la iniciativa, se han revisado y publicado más de 500 normas, enfocadas en gobierno corporativo, controles internos, responsabilidad de los directores, y la importancia del rol de los actuarios y auditores, así como de la certificación de los empleados.

Junto a la reforma se implementaron paralelamente ciertas iniciativas con el fin de estimular los planes de ahorro, estableciendo:

- Escudos previsionales para proteger los intereses de los acreedores de los derechos.
- La posibilidad de utilizar dichas previsiones como garantía para financiar la vivienda.
- La posibilidad de actualizar cálculos específicos para la reducción de riesgos actuariales.
- Un nuevo régimen tributario que fomentó la conservación de recursos de planes de pensión en el largo plazo.

En Enero de 2007 se publicó la ley 126, eliminando el monopolio estatal en el segmento de re-aseguros. Hasta la fecha, el Instituto de Re-aseguro Brasileño (IRB), propiedad del gobierno, era la única empresa autorizada para realizar operaciones en el país. La nueva ley traspasó las funciones de regulación y supervisión a la SUSEP y al Consejo Nacional de Seguro Privado (CNSP), quitándole las ventajas legales que pudiese tener sobre las nuevas empresas que opten por ingresar al país.

En Junio del mismo año fue emitida la resolución 3.456, actualizando las pautas de inversión de los fondos de pensión complementaria, expandiendo la selección de instrumentos en los que pueden invertir sus fondos, estableciendo nuevos límites en la tenencia de acciones y prohibiendo operaciones inseguras que involucren instrumentos derivados.

[9] La *International Association of Insurance Supervisors* crea principios que son fundamentales para la supervisión de seguros efectiva. Estos identifican áreas en las que el supervisor debería poseer autoridad o control, y establecen en ellas los estándares para realizar dichas tareas.

La Reforma Pública. En el año 2003, se aprobó la reforma al sistema de seguridad social, a través de la enmienda constitucional 41/2003, corrigiendo los desbalances normativos surgidos por la falta de actualización del sistema desde 1994. La reforma impuso:

- La modificación en los topes máximos de compensaciones.
- La obligación de contribuir una alícuota mínima al gobierno federal.
- La unificación de las agencias en entidades federales.
- La consolidación del empleador como agencia pública de contribución.

La introducción de la nueva estructura normativa generó una mayor transparencia en los registros contables –a través de la introducción de un plan de cuentas específico para sistemas de seguridad social-, así como una mayor eficiencia en la inversión de fondos, impulsada por la resolución 3.244/2004 de la CMN, la cual establece normas de inversión de activos de dicho sistema.

La ley suplementaria 123 (2006) instituyó la creación de un sistema especial de inclusión social para la población de bajos ingresos, conocida como el "plan de seguridad social simplificado".

Universidad de San Andrés

Este redujo la alícuota contributiva del 20% al 11% para aquellos individuos que proveen servicios, ó revisten la condición de contribuyentes optativos –amas de casa, estudiantes, porteros no remunerado, desempleados, convictos no remunerados y estudiantes becados-, siempre que los ingresos del año anterior no hayan superado los U$20 mil.

La implementación de este nuevo sistema ha reducido el índice de pobreza notablemente, disminuyendo dicha tasa en más de un diez porciento desde que entró en vigencia.

A través de ambas reformas, se logró expandir de manera sensible la base de contribuyentes, lo cual ha impulsado el crecimiento de los fondos administrados por grandes inversores institucionales, que dependen de los sistemas mencionados.

Los resultados de la reforma. En el año 2003, frente a la presentación al congreso de los proyectos de reforma fiscal y del sistema de seguridad social, junto a una serie de indicadores

positivos por encima de lo establecido por el FMI, la firma Standard and Poor´s elevó su calificación sobre la perspectiva económica de Brasil –de "negativa" a "neutral". Seguido a esto, el gobierno emitió una nueva serie de títulos públicos por U$ Mil millones (Iain, 2006).

En el plano bursátil, las inversiones por inversores institucionales locales pasaron de representar el 16,5% de las operaciones totales en la Bovespa a principios de 2003, a un 29,7% a principios de 2007, mostrando un crecimiento sostenido en la presencia de estos participantes en el mercado. Actualmente la participación de inversores institucionales representa aproximadamente un 25% de la inversión total, en 3er lugar frente a los inversores individuales (2do), y los inversores extranjeros (1ro) (Itau Conference, 2009).

ii. **Mejorar la asignación de recursos a través del mercado**

En reconocimiento de la importancia del mercado en el crecimiento económico, el gobierno creó el "Grupo Inter-ministerial de Capitales y de Ahorro de Largo Plazo" en Agosto de 2003, formado por miembros del Ministerio de Hacienda, el Ministerio de Seguridad Social, el Ministerio de Planeamiento y el Banco Central; el presidente de la Comisión Nacional de Valores y el de la SUSEP.

Universidad de San Andrés

Los objetivos de este organismo son: (i) Estudiar medidas que estimulen el crecimiento del ahorro en el largo plazo, la intermediación financiera, la eficiencia en la inversión privada y la reducción del costo de capital en Brasil; y (ii) considerar el perfeccionamiento del marco regulatorio y de fiscalización de los mercados de seguros, reaseguros, previsión complementaria y acciones (Portaria Interministerial, 2003).

A través de esta entidad, el gobierno se compromete con el crecimiento del mercado, impulsando la participación de todos los órganos que lo componen.

iii. **Desarrollar buenas políticas fiscales**

Imposición sobre las inversiones. Las personas físicas, las compañías no financieras y ciertos inversores institucionales –fondos de pensión y aseguradoras- están sujetos a: (i) el Impuesto a

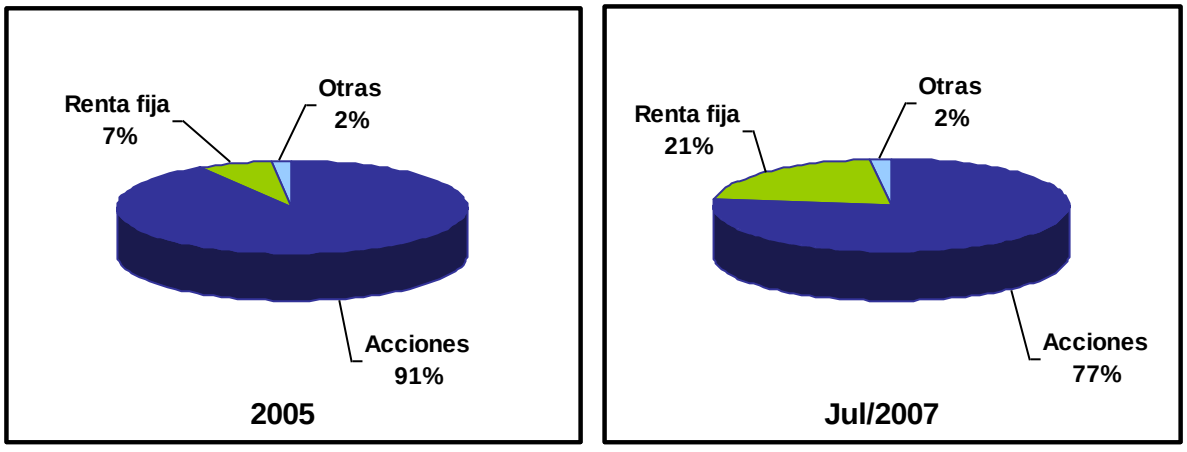
las ganancias; (ii) la Contribución Provisoria sobre Movimientos Financieros (CPMF); y (iii) el Impuesto sobre Operaciones Financieras (IOF).

El gobierno ha impulsado una serie de medidas con el fin de reducir los costos de transacción, impulsando un incremento en el volumen operado; entre ellas:

- Exención a inversores no-residentes del impuesto a las ganancias del 15% en activos de renta fija (2006).
- La creación de cuentas de inversión, exentas de la Contribución Provisoria sobre Movimientos Financieros (CPMF) del 0,38% sobre débitos en cuentas corrientes, a personas físicas y compañías no financieras (2002).
- Introducción de una nueva norma del impuesto a las ganancias, que establece menores alícuotas a mayores plazos de tenencia de los títulos, variando en un rango de 22,5% a 15%.

Las modificaciones a las restricciones a la inversión han modificado el paradigma brasileño; la exención de Febrero de 2006 sobre el impuesto a las ganancias para inversores no residentes generó resultados extraordinarios: la participación de inversión extranjera en el mercado de renta fija pasó de representar poco más de un 7% al 21%, desde la aplicación de la modificación hasta mediados de 2007. En el próximo gráfico puede verificarse dicho fenómeno.

Gráfico 1. Composición de la cartera de inversión extranjera agregada, por clase de activo.



Fuentes: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, ANDIMA

Imposición sobre el sector privado. Los subsidios y exenciones a las empresas, con el fin de incrementar sus ganancias, es otra de las formas en que el gobierno puede influir en el mercado de capitales. El factor clave está en que aquellas empresas que gozan de los beneficios impositivos re-inviertan los resultados en la economía, haciéndola crecer aún más.

En el mes de Mayo de 2008, el presidente anunció un plan de recorte de impuestos para veinticinco industrias por un valor de U$ 12,8 mil millones, y la oferta de al menos diez veces ese monto en préstamos a estas industrias. Los recortes se realizaron a través de la eliminación de una variedad de impuestos así como a través de la reducción de procesos burocráticos para las PyMEs. Este plan impulsó el contrapeso para las exportaciones de Brasil, las cuales han sufrido del incremento en el tipo de cambio contra el dólar (Bloomberg, 2008).

Este hito sirve de ejemplo de las medidas que ha venido implementando el gobierno actual en los últimos años: en el día del anuncio el iBovespa aumentó un 1,6%, llegando a un nuevo récord al alcanzar la marca de 70.415 puntos.

Las políticas fiscales que diseña el gobierno son fundamentales en el crecimiento de la economía y el mercado de capitales, desde su efecto en las ganancias presentes y futuras de las compañías, hasta el costo de efectuar transacciones con instrumentos en la bolsa de comercio.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

iv. **Diseñar políticas apropiadas de tasa de interés**

Las tasas de interés en una economía son fundamentales en la definición del costo de reunir capital, sea a través de endeudamiento con bancos, la tasa requerida en la emisión de obligaciones negociables ó a través del retorno exigido por los accionistas de empresas locales.

El Comité de Política Monetaria (COPOM), creado en 1996, tiene la responsabilidad de establecer la postura del gobierno en dicha materia, así como la tasa de interés de corto plazo. El objetivo para la tasa de interés establecido por la entidad, es el objetivo de la SELIC: la tasa de interés de préstamos interbancarios, garantizados por títulos públicos.

El objetivo principal del organismo es la consecución de los objetivos de inflación establecidos por Consejo Monetario Nacional de Brasil, cumpliendo funciones similares a las del "*Federal Open Market Commitee*" de Estados Unidos. A partir del año 2006, el COPOM pasó de reunirse doce veces por año a sólo ocho veces, igualando el formato del comité estadounidense.

Inflation-targeting. El costo del capital en Brasil siempre ha presentado una fuerte restricción para el crecimiento del sector privado, y las presiones inflacionarias año tras año han evitado la adopción de una política monetaria expansiva a través de la reducción de las tasas de interés de la economía.

En los meses que siguieron a la devaluación del real, en Enero de 1999, la tasa SELIC llegó a un valor de 44,95% como respuesta a la salida de capitales del país.

A mediados de ese año, luego de una cierta estabilización frente al shock inicial de la devaluación, el gobierno anunció que implementaría un "sistema de metas para la inflación" (Portal Bco. Brasil, 2008), también conocido como sistema de *inflation-targeting*. Su aplicación en Brasil se describe a continuación:

- El Consejo Monetario Nacional establece los objetivos de inflación, en base a las recomendaciones del Ministerio de Finanzas (referirse al **Anexo III**).
- En Junio de cada año, la CMN establece dicho objetivo, y el intervalo de tolerancia correspondiente para los siguientes dos años. Se establece como objetivo la variación deseada del IPCA[10].
- El Banco Central de Brasil es responsable de alcanzar el objetivo, sin especificar los instrumentos ó medidas que debe utilizar.
- El Comité de Política Monetaria determina la tasa SELIC necesaria para alcanzar el objetivo de inflación, así como ocasionalmente cualquier variación en el requerimiento de reservas de los bancos.

[10] Índice de Precios al Consumidor Expandido, calculado por el IBGE –Instituto Brasileño de Geografía y Estadística. Utiliza los mismos parámetros de recolección de información que el INPC –Índice Nacional de Precios al Consumidor (compilación de información del 1er al 30vo día del mes de referencia), con la diferencia que en lugar de centrarse en la población cuyo rango de ingresos oscila entre uno y seis sueldos mínimos, se toma la población cuyos ingresos se encuentran entre uno y cuarenta sueldos mínimos (ANDIMA, 2008).

- El objetivo se considera alcanzado cuando la inflación acumulada del año calendario se ubica dentro del intervalo de tolerancia especificado por el CMN.
- Si no se alcanza el objetivo, el presidente del Banco Central debe emitir una carta abierta al Ministerio de Finanzas, explicando las razones del fracaso, las medidas a ser adoptadas para corregir la situación y el plazo para que esto suceda.

Cabe destacar que dado que el Banco Central no es independiente, y que su penalidad por no alcanzar el objetivo es simplemente explicar dicha falla "…puede concluirse que el régimen de *Inflation-targeting* brasileño es básicamente una manera relajada para el gobierno federal de asegurar a la sociedad, específicamente a los mercados financieros, que no permitirá que la inflación se salga fuera de control"[11] (Barbosa-Filho, 2007).

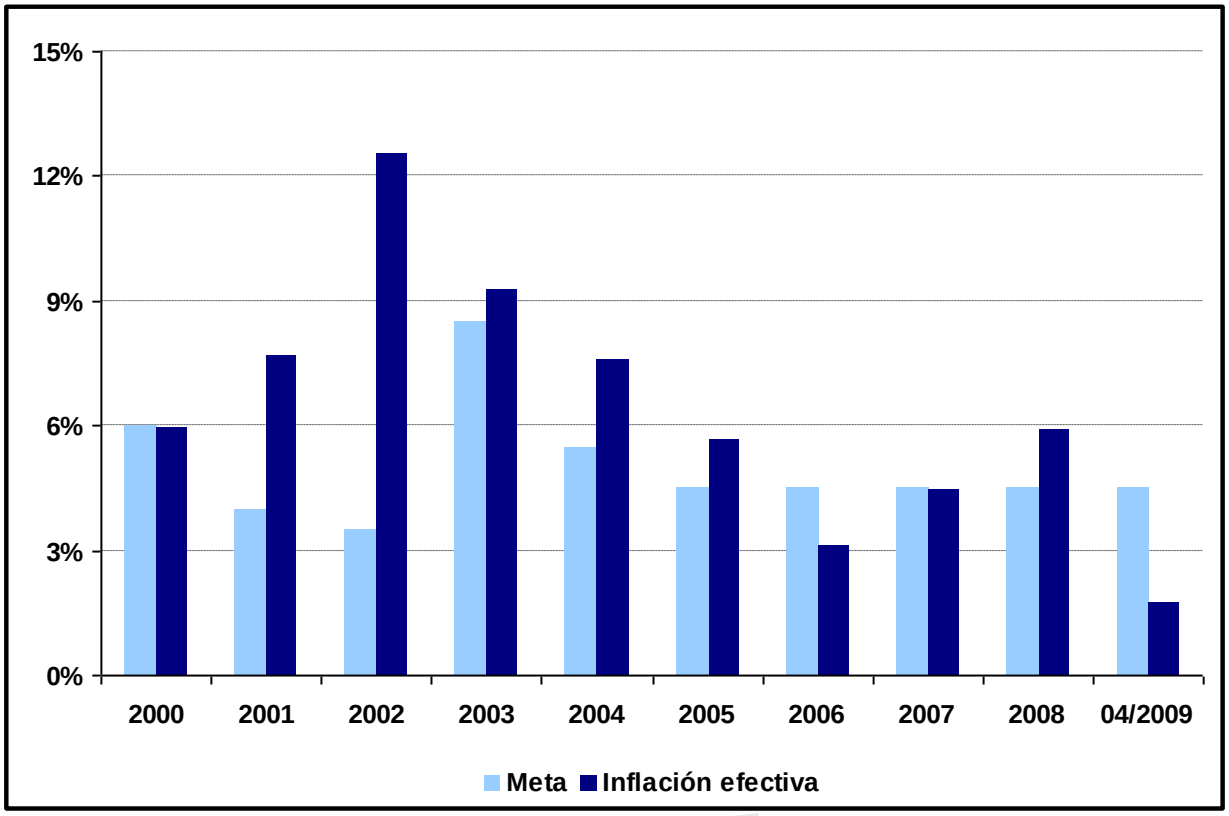
El régimen de *inflation-targeting* ha vivido tres fases desde su adopción en el año 1999: implementación; crisis; y consolidación.

- **Implementación (1999-2000)**. Adopción de un régimen de "flotación sucia"[12], dado que la inflación brasileña se encontraba condicionada al tipo de cambio corriente.
- **Crisis (2001-2003)**. Los objetivos de inflación resultaron demasiado ambiciosos en un contexto desfavorable. Los shocks económicos, como el desabastecimiento de energía hidroeléctrica y la salida de capitales extranjeros frente a la crisis económica Argentina en el año 2001, y la profunda especulación de los capitales foráneos respecto de la situación política brasileña durante los años 2002 y 2003; evitaron que se alcancen dichos objetivos.
- **Consolidación (2004-Actualidad)**. El Banco Central implementó una política de tasas reales de interés elevadas, que impulsó la revaluación del tipo de cambio. El *boom* de las exportaciones brasileñas, causado por el incremento en el precio de los *commodities*, fue otro factor determinante en la apreciación del real.

[11] Traducción independiente.
[12] La intervención del Banco Central para combatir la devaluación de la moneda tolerando el revalúo de la misma, con la finalidad de cumplir con los objetivos de inflación establecidos. Ciertos bienes de la economía estaban atados al tipo de cambio y la inflación externa, así como algunos servicios clave que habían sido privatizados, cuyos precios estaban atados al Indice Nacional de Precios al Consumidor, influenciado fuertemente por el tipo de cambio.

En el siguiente gráfico pueden apreciarse las tres fases, pudiendo verse claramente los resultados de este régimen:

Gráfico 2. Objetivos de inflación versus IPCA (2000-2009)[13].



Fuentes: IBGE, Banco Central do Brasil, ANDIMA.

SanAndrés

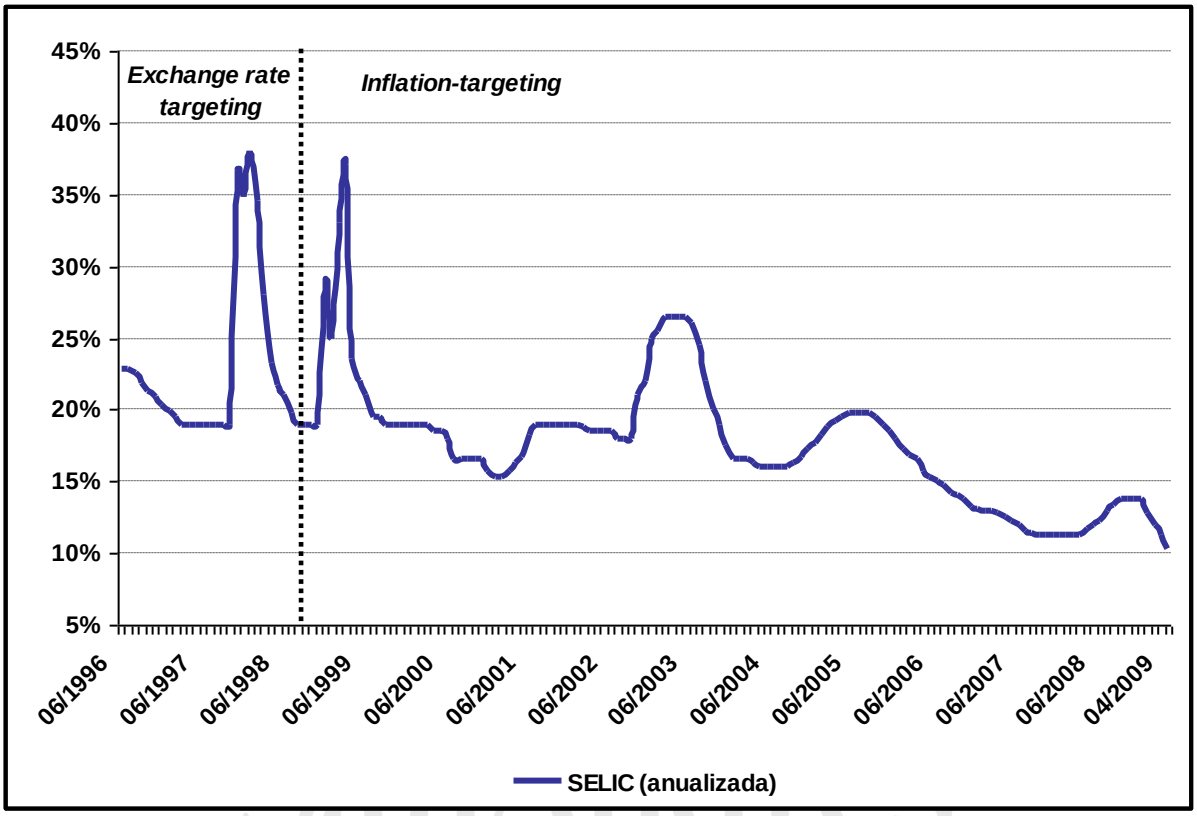
La política de tasa de interés de Brasil tuvo que amoldarse al contexto en que se desarrollaba la economía. Frente a la huída de capitales del país, debía incrementarse la tasa de referencia para frenar la salida; frente a presiones inflacionarias debieron implementarse medidas contractivas, reduciendo la SELIC para aplacar el "calentamiento" de la economía.

Más de diez años de un régimen eficiente en materia de control de inflación permitieron un desarrollo favorable de la economía local, un tipo de cambio coherente con los demás parámetros de la economía y una reducción en el costo de acceso al capital en los mercados; permitiendo al sector privado financiar su crecimiento.

[13] Meta de 2009: año calendario completo. Inflación efectiva: acumulada hasta Abril de 2009.

A continuación, se aprecia en el gráfico la evolución de la tasa base, desde el "Plan Real" –cuando se trataba de un régimen orientado al tipo de cambio- hasta el régimen de *inflation-targeting*:

Gráfico 3. Evolución de la tasa SELIC[14].



Fuentes: Banco Central do Brasil, Barbosa-Filho, 2007; cálculos del autor.

El gobierno debe observar su política contra la inflación con sumo cuidado, en vista de mantener un balance entre la demanda del mercado de capitales y de la economía. En Abril de 2009, se redujo la tasa SELIC de 11.25% a 10.25% –el nivel más bajo registrado desde la creación del COPOM.

[14] Objetivo de la SELIC, establecido por el COPOM –acumulada de los últimos doce meses. Debieron realizarse los siguientes ajustes para mayor homogeneidad en el gráfico: (1) A partir de 1998, el objetivo de la SELIC comenzó a establecerse en valores anualizados, por ende los objetivos mensuales previos a dicha fecha debieron ser anualizados (multiplicados por doce meses); (2) A partir de 2006, el COPOM comenzó a reunirse 8 veces por año, en lugar de 12. Para compensar por las 4 reuniones faltantes, se agregaron cuatro valores más a cada año siguiente, utilizando el valor promedio entre el objetivo de la reunión anterior y la reunión siguiente.

v. **Proteger al inversor**

El rol del gobierno en esta tarea implicó la participación del congreso nacional como base del conjunto de organismos que protegen a los participantes del mercado de capitales. A través de la promoción y financiamiento de las entidades que regulan al mercado, el gobierno impulsó durante la última década una mayor protección de los derechos del inversor local así como del extranjero. El rol de dichas entidades será desarrollado en la siguiente sección, titulada "Instituciones del mercado".

El riesgo más grave que puede enfrentar un inversor es el riesgo de *default*, o sea, de las pérdidas ocasionadas por falta de pago del emisor del título. Este factor se hace presente cuando la rentabilidad de los instrumentos de inversión se encuentra sujeta al cumplimiento de obligaciones por parte de los emisores, como sucede con los instrumentos de renta fija. Sin embargo un buen indicador del riesgo de los inversores, por ende de la rentabilidad a exigir, es la calificación crediticia de la deuda soberana de una nación y en el caso de Brasil ha sido una historia de éxito. En el siguiente gráfico puede apreciarse la evolución de este indicador, fruto de una visión favorable de las condiciones brasileñas.

Gráfico 4. *Rating* crediticio soberano otorgado por calificadoras de riesgo[15].

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Moody's	B1	B2	B2	B1	B1	B2	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Ba1	Ba1
S&P	BB-	BB-	B+	B+	BB-	B+	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-
Fitch	B+	B+	B	BB-	BB-	B	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-

Fuente: ANDIMA.

En la actualidad la calificadora Moody's es la única que no le ha otorgado un *investment grade rating*, pero ha declarado públicamente que podría hacerlo próximamente.

[15] Referencia: Verde = Incremento; Amarillo = Sin modificación; Rojo = Disminución.

vi. **Reformar la estructura de la deuda pública**

Uno de los desafíos más significativos que enfrentó el gobierno de Brasil en la década anterior fue la necesidad de asegurar la sustentabilidad de la deuda pública nacional: Desde 1995 hasta el año 2002, la deuda agregada del sector público ascendió de 28% a 56% en términos del PBI.

Este incremento, acompañado por altas tasas de inflación e inestabilidad macroeconómica, forzó al gobierno a llevar a cabo ajustes frecuentes en la composición de la deuda, en términos de plazos de vencimiento y moneda de denominación. Estos ajustes resultaron en tasas de rendimiento superiores, menores plazos de vencimiento y un incremento sensible en la oferta de títulos de tasa variable, ó ajustados al tipo de cambio (BIS, 2007).

Como se expuso anteriormente, previo a las elecciones de 2002 la deuda pública brasileña se hallaba compuesta en un 37% por títulos denominados en dólares y un 32% por títulos de tasa variable[16]. La precaria situación en la que se encontraba el país sugería una alta probabilidad de default de su deuda, particularmente del segmento denominado en moneda extranjera.

Frente a esta situación, el gobierno tomó una serie de medidas con el fin de desarrollar fuentes de financiamiento estables para que la nación saliera de la crisis de confianza en la que se hallaba.

Desde el año 2003, el gobierno enfocó su política de administración de la deuda pública a minimizar el riesgo de refinanciamiento[17] y de mercado, a través de:

- **El desarrollo de una estructura de emisiones**; reduciendo la frecuencia de ofertas y concentrando las emisiones, en una menor oferta de plazos, a lo largo de la curva de rendimientos.
- **La creación de un grupo de "especialistas de mercado" (2003)**; intermediarios financieros encargados de mantener la liquidez de los títulos en el mercado secundario, a cambio de incentivos financieros.

[16] *Spread* sobre SELIC.
[17] El riesgo de refinanciamiento es el riesgo de que el costo de extender el plazo, o pedir un nuevo préstamo exceda al costo previsto de dicho refinanciamiento. Generalmente sucede cuando un inversor posee pasivos de corto plazo contra inversiones de mayor plazo.

- **El desarrollo de una curva de rendimientos**; compuesta por emisiones domésticas e internacionales.
- **El compromiso de la Secretaría del Tesoro Nacional**; en el mantenimiento de la liquidez de los títulos, aún en períodos de inestabilidad en el mercado.
- **La creación del Programa de préstamos de bonos**; desarrollado por el Banco Central, que permite también operaciones de venta en descubierto (*short-selling*[18]) de los títulos.

Los resultados de la política adoptada por el gobierno fueron vitales en el financiamiento del estado nacional, logrando:

- **La reducción de la deuda a tasa variable**. La proporción de estos títulos, que representaba el 50% del total a comienzos del 2000, se redujo al 34,6% a mediados de 2007.
- **La eliminación de la deuda denominada en dólares**. La deuda denominada en dólares pasó del 37% a fines del 2002, al 2,4% del total en Julio de 2007; cuyo vencimiento se extendió a diez años para el mercado local, y a veinte en la plaza internacional.
- **El incremento del stock de deuda a tasa fija**. Estos títulos, cuasi inexistentes a principios del 2002, pasaron a ocupar un 34,6% del pasivo nacional a mediados de 2007.
- **La emisión de nuevos títulos de deuda indexados por inflación**. Los títulos indexados por inflación, cuya participación era marginal en el año 2000, pasaron a representar el 23,7% del stock total (2007), como resultado de la fuerte demanda de los inversores institucionales por estos. Cabe destacar que la emisión de estos títulos fue acompañada de una política exitosa de *inflation-targeting*, manteniendo un bajo costo de servicio de deuda.

La emisión de títulos en todos los segmentos de deuda fue efectuada bajo la premisa de reducir el riesgo de refinanciamiento, por los cual los términos de estas emisiones incluían plazos mayores de vencimiento, principalmente en la extensión de uno a cinco años.

[18] Operación opuesta a la compra de un título esperando que se revalúe. Consiste en pedir prestado el activo a un *broker*, vendiéndolo a precio de mercado y esperando que el mismo pierda valor –para así comprarlo a un menor precio- devolviendo el título al intermediario financiero, obteniendo una ganancia entre el precio de venta y el precio de recompra, junto a los costos de transacción.

Esta serie de medidas tuvo un impacto positivo en la percepción de riesgo soberano de Brasil, llegando a estar por debajo de los 150 puntos de "riesgo país[19]" durante 2007. En Abril de 2009 el índice se encontraba oscilando entre los 320-330 puntos.

La gestión de ambos gobiernos de Da Silva alcanzó a cumplir con lo pactado en su compromiso con el mercado de capitales, así como con el Fondo Monetario Internacional. Desde su máximo en 2002 de 2.436 puntos, el riesgo país de Brasil alcanzó su mínimo de 138 puntos a mediados de 2007, apenas unos meses luego que las calificadoras de riesgo Fitch Ratings y Standard & Poor´s (S&P) aumentaran su *rating* soberano a BB+, a sólo una calificación de *investment grade* (Bco. Brasil, 2007). Finalmente, durante 2008, ambas calificadoras le otorgaron la tan anhelada calificación.

3.1.2 Las Instituciones del Mercado:

Los derechos de los inversores deben ser protegidos por el conjunto de instituciones que supervisan, regulan y forman parte del mercado de capitales. Las mismas se complementan para asegurar el funcionamiento ordenando de las operaciones llevadas a cabo. A continuación se ofrece una aproximación a dichas entidades, las funciones que cumplen y la manera en que contribuyen a asegurar el buen funcionamiento del mercado.

Universidad de SanAndrés

CMN. El Consejo Monetario Nacional de Brasil es la entidad reguladora de mayor jerarquía en el sistema financiero nacional, siendo responsable por la definición del objetivo de inflación a ser seguido por el Banco Central, la política monetaria y crediticia, así como el tipo de cambio.

- La coordinación de las políticas monetaria, fiscal, crediticia, presupuestaria y de deuda.
- La supervisión de la liquidez y solvencia de las entidades financieras.
- La promoción de mejoras en las instituciones e instrumentos financieros.

[19] Medido por el índice "*Emerging Markets Bond Index*" (EMBI) calculado por el banco JPMorgan, que representa la diferencia entre el costo de reunir capital para un país, en comparación al costo de reunir capital para el tesoro de los Estados Unidos. Los puntos representan el *spread* sobre la tasa de *treasury bills* (letras del tesoro estadounidense), medido en puntos básicos (*BP*s).

CVM[20]. La Comisión Nacional de Valores es la institución normativa del sistema financiero, dedicada especialmente al desarrollo, disciplina e inspección del mercado de valores. De acuerdo con la ley 6.385 de 1976, la CVM tiene la potestad de investigar, juzgar y sancionar cualquier irregularidad presente en los mercados.

En el año 2001, la ley 10.303 sirvió como enmienda a la vieja ley 6.385, reforzando la estructura del mercado y los poderes de la CVM, estableciendo mandatos fijos para miembros de la comisión, incrementando el presupuesto para el desempeño de sus funciones, y definiendo como delitos criminales a toda operación de *Insider Trading*[21] y manipulación de los mercados.

BCB. El Banco Central de Brasil es la institución central ejecutiva del sistema financiero nacional. Sus principales responsabilidades son:

- Ejecutar la política monetaria.
- Controlar el flujo de capitales extranjeros.
- Controlar el riesgo crediticio del sistema financiero.
- Supervisar a las instituciones financieras en los sistemas de intermediación y *clearing*.

Desde Mayo del año 2000, el Banco Central no está autorizado para emitir títulos propios, traspasando esta función de forma total y permanente a la Secretaría del Tesoro Nacional (STN), la única autoridad encargada de la emisión y administración de la deuda pública (BIS, 2007).

Bovespa. La Bolsa de Comercio de San Pablo posee la mayor operatoria de acciones en América Latina, y es la tercera en negociación de opciones a nivel mundial. Esta entidad juega un rol fundamental en diseminación de estándares de gobierno corporativo desde la creación del Nuevo Mercado (2000). También fue pionera en responsabilidad social a través de la creación de la Bolsa de Comercio Social (2003), así como en educación financiera a través de una serie de programas e iniciativas llevadas a cabo en los últimos años.

[20] Comissão de valores mobiliários, en Portugués.

[21] Toda operación basada en la utilización de información material y no pública, para beneficio personal o de terceros. Un ejemplo sería la compra de acciones de una firma, sabiendo con antelación de una inversión que beneficie a la misma, sin que esta haya sido anunciada públicamente todavía.

Cuenta con un estricto reglamento interno para sus miembros, así como con un sistema de supervisión y garantías de las transacciones realizadas en su mercado:

- Las operaciones están sujetas a una serie de procedimientos de seguridad, siendo estas monitoreadas por grupos de supervisión, bajo parámetros estrictos.
- Un fondo de garantías fue creado con el objetivo de compensar cualquier pérdida ocasionada a clientes por la ejecución inapropiada de órdenes.
- La titularidad de los agentes de bolsa, los miembros de Bovespa, es utilizada como garantía en forma de prenda cuando estos inician sus actividades.

BM&F[22]. La Bolsa de Mercaderías y Futuros, individualmente, es el mercado organizado más grande de la región, operando contratos de futuros, opciones y swaps, entre otros. Previo a la unificación con la bolsa de San Pablo, fue la responsable de la integración del mercado de productos agropecuarios, a través de la creación de la Bolsa de *Commodities* (2002), ubicándose entre las diez bolsas principales de futuros de *commodities* y activos financieros. En ese mismo año, la Comisión de Negociación de Futuros de *Commodities* (CFTC) reconoció que las reglas, regulaciones, sistemas y mecanismos de la BM&F eran comparables con las aplicadas en los mercados de Estados Unidos.

Universidad de San Andrés

En el año 2004, inauguró un sistema de liquidación y *clearing* de transacciones, aplicado a las tres clases de activos negociados: títulos, derivados y moneda extranjera. En los últimos años desarrolló iniciativas para incrementar la liquidez, a través de *market-making* y contratos pequeños; lanzando productos innovadores; y promoviendo el mercado de bonos de carbono a través de un sistema electrónico propio, de acuerdo con los principios del protocolo de Kyoto.

Como entidad auto-regulada, ha desarrollado un cuerpo normativo para promover altos estándares éticos y equidad en los mercados. Ha monitoreado y regulado las transacciones de los participantes, resolviendo problemas operativos, aplicando penalidades, y promoviendo las operaciones en el mercado de derivados a través de iniciativas de educación, capacitación y difusión de información.

[22] Fusionada con Bovespa desde 2008; ahora BM&F Bovespa.

El Consejo Monetario Nacional, la Comisión Nacional de Valores y el Banco Central de Brasil; en conjunto con las entidades auto-reguladas del mercado –la Bovespa junto a la BM&F, la ANBID y la ANDIMA-, integran el cuerpo de entidades que regula al mercado de capitales brasileño bajo altos estándares de calidad internacional.

3.1.3 Marco Regulatorio general:

Una de las funciones centrales desarrolladas por las instituciones del mercado, es la de crear e instrumentar el cuerpo normativo que establece las funciones, derechos y obligaciones de los participantes del mercado de capitales. A continuación se detalla el cuerpo normativo central (BEST, 2008) desarrollado por dichas entidades:

- **Ley de mercado de capitales**. Ley 6.385/1976 enmendada por la ley 10.303/2001 y 10.411/2002, que regula a la CVM, a los agentes intermediarios, la Bolsa y toda situación que implique títulos negociables.
- **Ley corporativa**. Ley 6.404/1976 enmendada por la ley 10.303/2001, que regula a las firmas emisoras de acciones en la Bolsa.
- **Estructura del mercado**. Resolución 2.690/2000 del CMN, reemplazada por la instrucción 461/2007 de la CVM, que gobierna la estructura y funcionamiento de la Bolsa, y establece la normativa para reembolsos por pérdidas.
- **Reglas de Basilea**. Resolución 2.099/1994 (enmendada) y 3.444/2007 del CMN.
- **Inversiones extranjeras**. Resolución 2.689/2000 del CMN, la instrucción 325/2000 de la CVM y circulares 2.963/2000 y 2.975/2000 del BCB.
- **Identificación de inversores extranjeros**. Instrucciones de la CVM 301/1999, 325/2000, 387/2003, 419/2005 y 437/2006.
- **Ofertas Públicas de títulos**. Instrucción 400/2003 de la CVM.
- ***Tender Offerings***[23]. Instrucción 361/2002 de la CVM.
- **Préstamo de acciones y bonos**. Resoluciones 3.197/2004 y 3.278/2005 del CMN.
- **Transacciones con cauciones**. Resolución 3.278/2005 del CMN.
- **Tributación**:

[23] Mejor conocida como OPA –Oferta Pública de Acciones. Es la oferta, por parte de un potencial comprador, de adquirir un conjunto de acciones con derecho a voto, que otorgue al adquiriente un cierto nivel de control sobre la firma en cuestión.

- **Registro Federal de contribuyentes**. Instrucción normativa 568/2005, enmendada por la 748/2007.
- **Exención de CPMF sobre acciones**. Enmienda constitucional 37/2002 y Ley 11.312/2006.
- **Procedimientos operativos de CPMF**. Instrucción normativa 450/2004, enmendada por la 610/2006 y la 705/2007.
- **Impuesto a las ganancias**. Instrucciones normativas 25/2001, 487/2004 y 489/2005.
- **Exención del impuesto a las ganancias sobre títulos públicos**. Ley 11.312/2006.
- **Tributación sobre mercados de capital y financieros**. Ley 11.033/2004.

Como puede apreciarse en la fecha de creación y/ó actualización de los componentes de este cuerpo normativo, es importante resaltar que las principales modificaciones fueron realizadas posteriormente a la elaboración del Plan Maestro del Mercado de Capitales, poniendo en evidencia el compromiso de los órganos responsables de ofrecer un mayor grado de seguridad a los participantes del mercado, tanto locales como foráneos.

QUAERERE VERUM
Universidad de San Andrés

3.2 Transparencia en las operaciones:

La transparencia en los mercados puede definirse como la "habilidad de los participantes del mercado para observar la información durante el proceso de transacción[24]" (Scaglia y Vacca, 1999).

Esta propiedad posee dos aspectos centrales: la cotización pre-transacción; y la información pos-transacción sobre precios y cantidades negociadas (referirse al **Anexo IV**).

- **la cotización pre-transacción**; se refiere a la habilidad que poseen los participantes del mercado para conocer los precios a los cuales se puede comprar o vender un título.
- **la información pos-transacción**; se refiere a la habilidad que poseen los participantes para conocer los precios a los cuales fueron realizadas las transacciones.

[24] Traducción independiente.

En el mercado brasileño, la transparencia pre-transaccional puede apreciarse a través de cotizaciones disponibles en plataformas electrónicas, pantallas de operaciones ó mediante proveedores de información –como Thomson Reuters ó Bloomberg-; cotizaciones informadas a clientes por las instituciones financieras; y sistemas administrados por las sociedades auto-reguladas –como ANDIMA y ANBID-; a ser desarrolladas en la sección "Liquidez".

La transparencia pos-transaccional se hace presente mediante el registro obligatorio de títulos públicos y privados en sistemas de depósito; y la publicación de todas las transacciones en plataformas electrónicas, en tiempo real. Las tasas de interés e índices de mercado también cumplen la función de informar a los participantes.

Ambos aspectos son vitales para este concepto, pero desde un punto de vista menos técnico la transparencia del mercado dependerá también del grado de comprensión de la información que posean los inversores respecto de los profesionales, para que estos no los aventajen; y de la calidad de la información que provean las firmas emisoras de capital a los inversores así como a entidad regulatoria. La transparencia en el mercado de capitales entonces dependerá de cinco factores:

- **los sistemas de transacciones**;
- **las entidades de compensación, liquidación y *clearing***;
- **las prácticas de gobierno corporativo**;
- **las iniciativas educativas del mercado**;
- **la promoción del mercado a nivel local e internacional.**

3.2.1 Sistemas de transacciones:

Los principales sistemas de negociación, a través de los cuales se llevan a cabo todas las transacciones del mercado, son detallados a continuación:

Mega Bolsa. Este sistema electrónico es la plataforma principal de negociación de títulos de la BM&F Bovespa, contando con más de 1.200 terminales conectadas al mismo. En Abril de 2009, se lanzó su última versión (V900) desarrollada por NYSE Euronext en reemplazo de la versión V837 de Junio 2008. Se espera que el nuevo software reduzca el tiempo promedio de procesamiento de transacciones en más de un 40%, hacia fines del 2009 (BM&F Bovespa, 2009).

Home Broker. En el año 1999, en un proyecto conjunto entre la Bolsa de comercio y sus miembros, se inauguró el sistema "*Home Broker*" permitiendo que los inversores del segmento *retail*, puedan acceder a sus cuentas y al mercado utilizando plataformas virtuales, a través de la Internet. Los resultados asombraron en el primer año de operaciones, con más de 20.000 nuevos inversores ingresando al mercado a través de este sistema (WE, 2000).

Bovespa *News*. Lanzado en Marzo de 2001, un servicio de noticias a través de internet para mantener al público inversor informado de los principales acontecimientos en el mercado (WE, 2001).

Bovespa Fix. En Mayo del mismo año, la Bolsa de Comercio de San Pablo realizó el lanzamiento: Un sistema integrado de negociación, custodia y liquidación de operaciones con obligaciones negociables. A través de la plataforma SISBEX, diseñada específicamente para la negociación de renta fija, el nuevo sistema permitió una mayor transparencia en el mercado, diseminando la información en tiempo real a todos sus participantes. Posee a su vez una herramienta para la organización de Ofertas Públicas Iniciales, la cual permite al emisor o intermediario recibir ofertas utilizando la plataforma.

Las ventajas para las partes en términos de liquidez y transparencia son relevantes: Menores costos de registración para las firmas emisoras, mayor seguridad para los inversores individuales y la utilización de sistema de negociación electrónica en tiempo real en el mercado de renta fija (WE, 2001).

Soma *Trader*. En Abril de 2002, la Bolsa de Comercio de San Pablo adquirió el 97,34 % de la Sociedad Operadora de Mercado de Activos (SOMA), el mercado principal de instrumentos derivados, junto a su sistema de procesamiento de transacciones Soma *Trader*. A través de dicha adquisición, Bovespa expandió el alcance de sus operaciones y así como su oferta a los inversores internacionales (WE, 2002).

E-Bookbuilding. En Junio de 2002 se llevó a cabo el lanzamiento de esta herramienta, diseñada para verificar la intención de compra de los inversores vía internet. Su función es la de ofrecer soporte operativo a los participantes del mercado en la verificación de precios, tasas o cantidad de bonos o acciones a ser emitidos. A través del portal web, los inversores pueden colocar sus órdenes, así como revisar las características del activo y estado actual del proceso de oferta (WE, 2002).

Estas plataformas han permitido un mejor acceso a la cotización de los títulos tranzados en el mercado, así como a la información que resulta de la suma de transacciones, impulsando la transparencia en el mercado de capitales brasileño. En la actualidad se están desarrollando versiones mejoradas de estos sistemas, que permiten desde la posibilidad de realizar operaciones desde dispositivos móviles, hasta "rutear" órdenes desde ó hacia otros mercados.

Universidad SanAndrés

3.2.2 Compensación, Liquidación y *Clearing*:

Las compañías de *clearing* son entidades privadas que efectúan la liquidación de las operaciones en diversos segmentos del sistema financiero, con el fin de fortalecer al mercado financiero.

Su función es la de garantizar el cierre de las operaciones, transfiriendo los valores de las transacciones efectuadas a través de la liquidación entre cuentas, compensando directamente contra el Banco Central. Este último forma parte del sistema de pagos nacional, a través de la liquidación interbancaria de operaciones, y proveyendo liquidez a los participantes del mercado.

Existen dos clases de compañías de *clearing* que componen al sistema: Las de pago y las de activos. Las de pago administran el riesgo de crédito y liquidez, mientras que las de activos administran, liquidan y garantizan el riesgo crediticio del mercado.

En el mercado brasileño, la segunda clase –las compañías de *Clearing* de Activos- está compuesta por cuatro entidades: la CETIP, el SELIC, la CBLC y la BM&F –integrada a su vez por tres sub-sistemas.

CETIP. La Cámara de Custodia y Liquidación es el depósito más grande de títulos privados de renta fija en toda América Latina, fundada en 1986 como iniciativa por parte de la ANDIMA.

Administrada por el Banco Central, en conjunto con la CNV, su función es la de proveer seguridad y agilidad a las transacciones en el mercado financiero de Brasil, realizando funciones de compensación, liquidación y *clearing*. La CETIP funciona como depósito de bonos corporativos, títulos estatales y municipales, así como algunos títulos públicos especiales.

En el año 2002, inauguró su sistema de negociación electrónica de títulos "CETIP Net", a través del cual pueden efectuarse las transacciones contra el mercado bajo la modalidad "ejecución bruta en tiempo real"[25], así como consultar las cotizaciones de los títulos en tiempo real.

A partir de ese mismo año, la liquidación de todo el sistema de compensaciones[26] –las cuatro entidades- se centralizó en esta única entidad, encargándose de operaciones con acciones, *commodities* y derivados financieros llevadas a cabo en la BM&F Bovespa.

SELIC. El Sistema Especial de Liquidación y Custodia fue el primer servicio de informes de licitaciones de renta fija del mercado, fundado en 1979. Administrado por el Banco Central, en conjunto con la ANDIMA, actúa como central depositaria de bonos del tesoro de Brasil, realizando transacciones de títulos públicos en los mercados primario y secundario.

[25] Modalidad "*Delivery-versus-Payment*".
[26] Todos los sistemas o centros de compensación, liquidación y *clearing* tienen dos centros de procesamiento y cómputo, ubicados en ciudad de origen. En caso de falla del centro primario, el secundario se activa para sostener al sistema en menos de una *hora*.

BM&F –Central de *Clearing* de títulos. Lanzado en Mayo de 2004, es un sistema de compensación de títulos públicos operados a través de SISBEX y operaciones OTC[27]. Ante la posibilidad de realizar operaciones de mayor complejidad, como venta en descubierto de títulos, cada participante está sujeto a límites en sus operaciones, monitoreados en tiempo real; mientras que las cotizaciones de todos los activos operados se actualizan en tiempo cuasi-real.

En 2005, entró en vigencia su sistema de Sistema de Préstamo de Títulos (SET) que permite tres tipos de transacción: caución, préstamo e intercambio de títulos.

BM&F –Central de *Clearing* de derivados. La BM&F negocia instrumentos derivados variados, siendo los centrales: Tasas de interés, tipos de cambio, e índices de acciones. Este sistema garantiza la compensación de posiciones en instrumentos derivados. A su vez impone regulaciones sobre aquellos miembros y participantes –incluyendo requerimientos de capital mínimo y evidencia de capacidad organizacional y operativa.

BM&F –Central de Clearing de moneda extranjera. Este sistema compensa las transacciones interbancarias de moneda extranjera, desarrolladas OTC o directamente en el piso de la BM&F. Actualmente, la entidad compensa operaciones que sólo involucren al dólar con contraparte en Nueva York, imponiendo límites operativos así como requerimientos de colateral sobre los participantes, utilizando principalmente títulos públicos, en concepto de cobertura frente a las variaciones del tipo de cambio. Los activos utilizados como colateral son actualizados todos los días.

CBLC. Propiedad de BM&F Bovespa, la Corporación Depositaria y de *Clearing* de Brasil actúa como central de depósito de acciones y bonos corporativos de la Bolsa de Comercio de San Pablo, así como de SOMA (Acciones OTC).

La BM&F Bovespa es a su vez propietaria de Bovespa Supervisión de Mercado (BSM), cuyas funciones son el monitoreo de los mercados y la administración del "Mecanismo de Reembolso

[27] *Las operaciones* "*Over The Counter*" son transacciones de títulos entre partes privadas, sin hacer uso de un mercado organizado que medie entre las mismas. Este tipo de operatoria es muy común en muchos mercados, particularmente con compra-venta de títulos de renta fija (bonos y obligaciones negociables).

por Pérdidas", creado para cubrir pérdidas de los inversores ocasionadas por fraudes y errores en la ejecución de ordenes.

Dentro de BM&F Bovespa, la corporación cumple las funciones de:

- **Central Depositaria de Títulos**; certificada en ISO 9001:2000 con reconocimiento de la SGS-ICS[28]
- **Servicio de Liquidación de transacciones**; a través de la CETIP desde el año 2002.
- **Servicio de Administración de Riesgos**[29]; bajo el cual garantiza la ejecución de las órdenes.
- **Administración del Programa de Préstamos de Títulos**; actuando como contrapartida en todas las transacciones de préstamo de activos financieros que se realiza en el mercado.
- **Servicio de Información de Eventos Corporativos "RADAR"** (2006); cuyo objetivo es informar a los inversores de cualquier evento que concierna a las firmas emisoras de capital.
- **Sistema de Distribución de Activos**; que consiste en un sistema de administración de emisiones de capital en mercados primarios y secundarios, permitiendo que los participantes revisen las ofertas de los inversores y realicen simulaciones para la proyección de resultados.
- **Unidad de Contingencia Externa**; a cargo de Bovespa Bolsa y la CBLC. Este sistema consiste en un sitio de *backup* que ante cualquier eventualidad garantiza alrededor de 24 hs de operaciones y continuidad del sistema. Este sitio cumple con estándares de seguridad internacional, teniendo plataformas de operación y soporte de procesos de "*back office*" entre otras herramientas.

Adopción de estándares internacionales. A comienzos del año 2003, el G-30[30] publicó un informe que contenía recomendaciones sobre las mejores prácticas para alcanzar una mayor

[28] *Société Générale de Surveillance – International Certification Services*.
[29] Ante la eventualidad de un pago fallido, el organismo sufre parte de la pérdida en conjunto con el agente de *clearing* responsable por la operación, bajo la estructuración de un Fondo de Liquidación de transacciones.
[30] El "Grupo de Treinta" es una organización consultiva en materia económica y monetaria internacional. Fundada en 1978, está compuesta por un cuerpo privado, sin fines de lucro, de representantes de los sectores privado y público, y el claustro académico.

seguridad y eficiencia en los mercados, así como menores costos de transacción, a través del mejoramiento de los sistemas de liquidación y compensación internacionales. En dicha publicación se recomendaron veinte medidas para alcanzar estos objetivos (G-30, 2003). Para ver el detalle de dichas medidas, referirse al **Anexo V**.

Durante el extenso proceso de implementación, las instituciones de Brasil realizaron un esfuerzo conjunto, alcanzando a cumplir con los veinte elementos de la recomendación, así como con ambas recomendaciones efectuadas por la IOSCO: CPSS-IOSCO 2001; y CPSS-IOSCO-CCP 2004.

En el cumplimiento de dichos lineamientos, la CBLC alcanzó estándares internacionales respecto a: equidad en el acceso al mercado, transparencia, bases legales estables, segregación de cuentas, sistema de ejecución en tiempo real (*Delivery-vs-Payment*), préstamo de títulos, *risk management*, fondo de compensación y co-lateralización, plan de contingencia, y sitio de *backup* en caso de falla (BEST, 2008). Mediante la creación de nuevas estructuras normativas, la inversión en el desarrollo de sistemas más eficientes y la adopción de estándares internacionales en creación y diseminación de datos, los participantes del mercado se ven expuestos a un mejor y mayor flujo de información el cual les permite tomar decisiones informadas al momento de realizar operaciones.

Universidad de SanAndrés

3.2.3 Prácticas de Gobierno Corporativo:

Novo Mercado. En Diciembre del año 2000, la Bovespa fundó el "Novo Mercado", un segmento designado para aquellas firmas que voluntariamente se comprometan a cumplir con ciertas prácticas de gobierno corporativo así como con requerimientos complementarios demandados por la legislación Brasileña. Esta iniciativa fue llevada a cabo con el fin de proteger los derechos de los inversores minoritarios, y a su vez incrementar el número de Ofertas Públicas Iniciales en el mercado brasileño.

Las exigencias del nuevo segmento superan los requisitos impuestos por la ley 10.303/2001, promoviendo una serie de estándares de conducta a las compañías, la gerencia y a los accionistas con el objetivo de reducir el riesgo a los inversores y de incrementar el valor de las firmas que adhieran a estas prácticas.

Las firmas que participen en el Novo Mercado deben cumplir con una serie de reglas, entre ellas: la adherencia obligatoria a la Cámara de Arbitraje de Mercado[31] (CAM), la aplicación de estándares internacionales de reporte de información financiera, y el mandato por un período no mayor a 2 años del directorio.

El cumplimiento de dichas prácticas habilita a las firmas a participar en el Novo Mercado, pero las autoridades de Bovespa contemplaron la dificultad que presentaba la implementación de la totalidad del paquete de normas y es por esto que desarrollaron niveles intermedios de cumplimiento para permitir el ingreso paulatino al mercado, generando dos categorías, las compañías Nivel Uno y las Nivel Dos:

Compañías Nivel Uno. A la fecha cuarenta y dos firmas se encuentran dentro de esta categoría, entre ellas Cia Vale Do Rio Doce, Banco Itaú Holding Financeira S.A. y Banco Bradesco S.A., entre otras. De las prácticas impuestas por el Novo Mercado, este nivel sólo debe adoptar:

- Firma de contrato con Bovespa.
- Asegurar un 25% de *free float*[32].
- Mayor rigurosidad en el reporte: Información trimestral, información consolidada, calendario de eventos corporativos y anuncios de medidas especiales.

Compañías Nivel Dos. Actualmente solo dieciocho compañías constituyen dicho grupo, entre ellas Gol Linhas Aereas Inteligentes S.A., TAM S.A. y Universo Online S.A. (UOL). Con un mayor grado de compromiso que el nivel anterior, debe adoptar además:

[31] Creada en el año 2001 sirve como herramienta independiente, ágil, confidencial y de bajo costo de resolución de conflictos de índole corporativa o de mercado de capitales, sirviéndose de especialistas en la materia como medida alternativa al sistema judicial. Cabe destacar que bajo la Ley de Arbitraje la sentencia final de la cámara no puede apelarse frente otras autoridades.

[32] Cantidad ó proporción de acciones de una corporación que se encuentra disponible para operar por el público inversor, excluyendo acciones restringidas y participaciones internas (empleados y directores).

- Adherencia a la CAM.
- Mandato Fijo del Directorio.
- Derecho de *tag-along*[33] no inferior a un 70% del valor de la oferta.
- Estándares de reporte bajo estándares internacionales.

En Febrero de 2008, la Bovespa lanzó un nuevo segmento especial –Bovespa Mais- para compañías que deseen adoptar gradualmente buenas prácticas de gobierno corporativo. Este nuevo mercado fue desarrollado con el objetivo de hacer que el mercado de acciones sea una alternativa de obtención de capital para un mayor número de compañías, proveyendo esta oportunidad a las pequeñas y medianas empresas. Es un segmento del mercado OTC organizado, administrado por Bovespa y regulado por la CNV (WE, 2008).

Para un mayor detalle sobre los requerimientos para formar parte de alguno de los segmentos especiales de BM&F Bovespa, referirse al cuadro comparativo del **Anexo VI**.

A pesar de su constitución en el año 2000, el Novo Mercado no fue inaugurado hasta Febrero del 2002 con la registración de su primera firma, CCR (WE, 2002). Hacia el año 2007, las compañías pertenecientes a segmentos especiales de gobierno corporativo –Novo Mercado, Niveles Uno y Dos, y Bovespa Mais- habían superaron las 150 en número.

El desarrollo de un mercado que asegura los estándares más altos de transparencia, permitiendo acceder a información "limpia" y mejorando la imagen del mercado en su conjunto frente a los inversores locales así como los internacionales fue fundamental para el mejoramiento de la transparencia, sobre todo en un mercado de capitales emergente donde usualmente el pequeño inversor se ve perjudicado ante el poderío de los grandes inversores institucionales.

3.2.4 Educación:

Bovespa. En el año 2001, la Bovespa lanzó un proyecto educativo a escala nacional denominado "Bovespa donde está usted" ("Bovespa Vai Ate Voce") cuya iniciativa es la de acercarse a la

[33] Obligación contractual con la finalidad de proteger a los inversores minoritarios en caso de que el/los inversores mayoritarios decidan vender su participación en la firma. Este derecho obliga al inversor mayoritario a incluir las tenencias de los inversores minoritarios en las negociaciones con la contraparte interesada –bajo las mismas condiciones- para facilitarle al inversor minoritario la posibilidad de desprenderse de sus acciones si así lo deseara.

población en lugares de congregación pública –la playa, las compañías, las fábricas, las universidades, los aeropuertos, las estaciones de subterráneo, los juzgados, entre otros. Consiste en camionetas, las "Bov-car", que transportan stands de exhibición poblados de promotores y técnicos a la orden de las personas que se acerquen con inquietudes, entregándose material impreso, videos y CDs. Desde su inauguración, el proyecto ha alcanzado a más de 400.000 personas a través de más de 4.300 instituciones, habiendo promovido a la fecha la fundación de más de 2.700 clubes de inversiones en todo Brasil.

ANBID. En el 2003, la ANBID creó un departamento de educación con la finalidad de expandir la gama de instrumentos para la educación y formación del inversor brasileño, buscando activamente el desarrollo de estudios académicos para el mejoramiento del mercado de capitales. Esta iniciativa es llevada a cabo a través de cursos, proyectos en universidades, premios a la investigación académica, y un portal web con información y capacitación *on-line*.

La asociación es también la principal agencia de certificación en el mercado. Su programa está orientado a la actualización de las habilidades y conocimiento de los profesionales que participan en el mercado de capitales, evaluando a los candidatos en su comprensión de las características principales de los instrumentos financieros. Es un *sponsor* de la matrícula "*Certified Financial Planner*", siendo miembro asociado del Instituto Brasileño para la Certificación de Profesionales en Finanzas.

ANDIMA. En Septiembre de 2003 inauguró su programa de cursos on-line, educando en materia de gestión de riesgos de mercado, renta fija, derivados financieros, finanzas internacionales y matemática financiera. Su función como agente de certificación profesional fue discontinuada en el año 2006, transfiriendo sus responsabilidades a la ANBID.

CVM. Por su parte, ha continuado con su Programa de Orientación y Defensa del Inversor –PRODIN-, bajo el cual fue creada una superintendencia encargada de materializar las iniciativas de este emprendimiento. Entre los principales proyectos de **PRODIN** se encuentran:

- La creación de una línea 0-800 con el fin de responder a las consultas del público inversor; con más de 800.000 consultas recibidas entre el año 2002 y el 2008.
- El desarrollo de un programa de educación de inversores, a través de la realización de seminarios y exposiciones, con 145 participaciones entre el año 2002 y el 2008.
- El desarrollo de un programa de divulgación de información sobre el mercado y el rol de la CVM a través de folletería y publicación de manuales[34].

Posteriormente a la recuperación de la crisis de confianza del año 2002, la CVM creó un portal web "Portal del inversor", desarrollado en tres idiomas: portugués, español e inglés, con el objetivo de divulgar información a los inversores actuales y potenciales sobre el mercado brasileño, así como ofreciendo cursos presenciales y en modalidad *e-learning*, y realizando concursos de monografías.

El inversor educado utiliza la información que provee el mercado con mejores resultados, haciendo que a los profesionales del mercado se les dificulte realizar sus ganancias a costas de la ignorancia ajena, lo cual fomenta un mercado más justo y competitivo.

Universidad de SanAndrés

3.2.5 Promoción:

***Brasil Excellence in Securities Transactions*.** Fundada en el año 2004, la organización BEST tiene el objetivo de promover el mercado de capitales y financiero de Brasil en el exterior, así como de consolidar su imagen de seguridad, eficiencia y confiabilidad junto a inversores, intermediarios y administradores de activos. Dicha iniciativa cuenta con el apoyo de la Comisión Nacional de Valores, el Banco Central de Brasil y el Tesoro Nacional.

[34] Algunas de las publicaciones de PRODIN a la fecha son: Guía de orientación y defensa del inversor; Declaración de los derechos del inversor; Programa de Orientación y Defensa del Inversor; Servicios de custodia y de acciones escriturales; Fondos de inversiones; Fondos comunes de inversión; Club de inversores; Negociación de títulos *on-line*; Fondo de inversiones inmobiliarias; Mercado organizado y principales derechos de los accionistas minoritarios.

A través de la organización de eventos en Nueva York, Boston, San Francisco, Toronto, Londres, Frankfurt, Edimburgo, Luxemburgo, Ginebra, Dubái, Hong Kong, Singapur y Tokio; la institución se mantiene en contacto directo con las principales organizaciones que participan de los mercados de capitales internacionales.

La apertura de la información del mercado a nivel internacional presenta el potencial de atraer grandes inversores institucionales, salvando inquietudes que puedan tener los participantes de los mercados más desarrollados sobre un mercado emergente, como el caso de Brasil.

3.3 Liquidez en el mercado:

La liquidez puede ser definida como "*la habilidad del mercado de absorber grandes volúmenes de transacciones sin provocar movimientos excesivos en el precio de los activos*" (IOSCO, 2007: 6), pudiendo explicarse a través de los conceptos detallados en el reporte sobre liquidez en mercados emergentes, elaborado por el Comité de Mercados Emergentes de la IOSCO en 2007.

Cabe destacar que la presencia de liquidez en un mercado de capitales es de suma importancia, dado que esta permite a los participantes del mismo ajustar sus carteras de inversión minimizando los costos asociados (ANDIMA, 2007). A continuación se detallan los principales factores que definen la liquidez en el mercado, explicando su aplicación y relevancia en la plaza brasileña:

3.3.1 Porcentaje de *free float* de los títulos de las empresas emisoras:

La menor concentración de capital cerrado provee una mayor liquidez, permitiendo que los inversores entren y salgan de sus posiciones con facilidad. Cuando un porcentaje relevante del capital accionario de una empresa se encuentra fuera de la bolsa (no cotiza), los inversores institucionales pueden verse en desventaja frente al poder de voto concentrado en los dueños de dicho capital. La CVM y la bolsa de comercio han tomado medidas con el fin de mitigar este efecto:

- La CVM modificó la normativa vigente respecto de la adquisición de porciones mayoritarias en la bolsa. Aquellos inversores que deseen adquirir una porción de las acciones en circulación mayor al 33 % deberán peticionar la salida de la bolsa de la firma en cuestión. Si una mayoría de dos tercios o más de accionistas aceptarán dicha oferta, la firma se verá obligada a finalizar su registro en la Bolsa de Comercio de San Pablo, asegurando así la conservación de la liquidez en el mercado (WE, 2000).
- La BM&F Bovespa optó por la promoción del Novo Mercado, forzando a las empresas a competir en el campo de gobierno corporativo. Aquellas firmas que adhieren al segmento deben mantener no menos del 25% de su capital cotizando en la bolsa de comercio.

3.3.2 Gobierno corporativo:

Un mejor gobierno, provisto por el directorio de una sociedad, promueve la confianza en el público inversor. El acceso a evidencia de una administración prudente, que acate las decisiones tomadas por los accionistas, que su objetivo sea la rentabilidad del negocio –en lugar del enriquecimiento personal-, y que evite daños ambientales así como conflictos de índole legal, aumentará el volumen de operaciones y por ende incrementando la liquidez en el mercado.

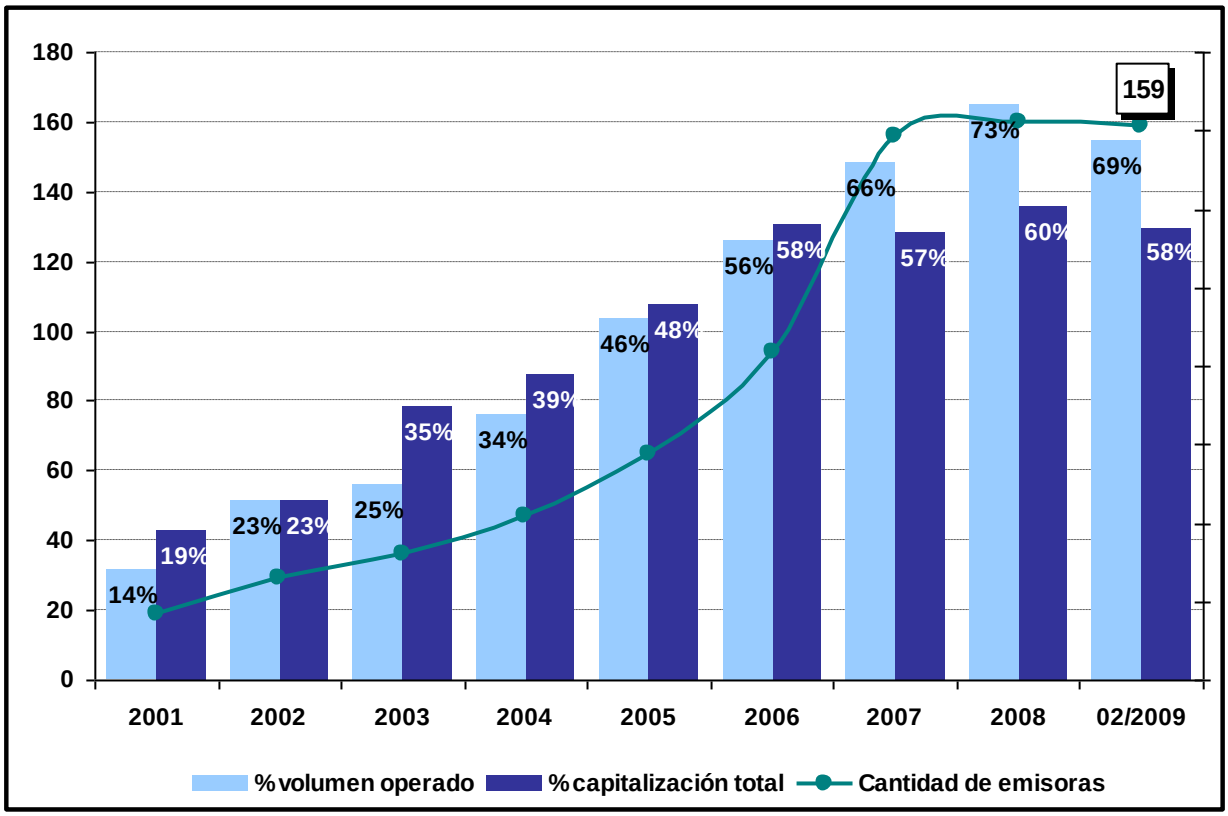
Universidad de San Andrés

Como se explicó anteriormente, el mercado de capitales de Brasil creó un segmento de mercado especial –Novo Mercado–, para aquellas empresas que optasen por acatar voluntariamente una serie de estándares que conforman las mejores prácticas de Gobierno Corporativo a nivel local.

Los resultados de este proyecto han sido sorprendentes: En el año 2001, las firmas que cotizaban en el Novo Mercado, en el nivel uno y en nivel dos, sumaban sólo 19 empresas, representando el 19% de la capitalización bursátil, y el 14% del volumen operado en acciones de la bolsa de Comercio de San Pablo.

Actualmente el nuevo segmento esta compuesto por 159 empresas (37% de las emisoras), representando el 58% de la capitalización bursátil total y el 69% del volumen operado en el mercado. En el gráfico 5 se aprecia la evolución de dicho mercado.

Gráfico 5. Evolución de la participación de los niveles especiales de gobierno corporativo en el mercado.



Fuente: BM&F Bovespa

Universidad de SanAndrés

3.3.3 Participación de intermediarios internacionales autorizados:

Permitir a las instituciones no nacionales establecer sus operaciones en el mercado genera una mayor competencia entre las entidades financieras –impulsando así una mejor calidad de servicio, mejores propuestas a los inversores, menores costos de transacción, y permitiendo un fácil acceso a inversores de todo el mundo al mercado local. Actualmente, de las más de 130 entidades (ó "brokers") autorizadas para operar a cuenta propia o de terceros en la bolsa de comercio, más de un 15% son de origen extranjero –entre ellas: JPMorgan, UBS, Credit Suisse, Calyon, ABN Amro, Deutsche Bank, Barclays, y BNY Mellon. Cabe destacar que actualmente más de un 35% de la operatoria de acciones en la Bovespa corresponde a capitales extranjeros.

3.3.4 Incorporación de nuevas tecnologías y acceso al mercado:

Desde el desarrollo e incorporación de herramientas como "SOMA *Trader*" ó "Megabolsa" el mercado de Brasil ha avanzado fuertemente en este campo durante la última década. Actualmente, con el fin de progresar a la par de los mercados más desarrollados, la Bovespa ha anunciado la terminación de la negociación de títulos "a viva voz" a partir de Julio de 2009. Esta acción agilizará las operaciones así como reducirá costos innecesarios en el desarrollo de las actividades del mercado.

La marcada tendencia hacia las operaciones por Internet ha impulsado a un gran número de inversores y especuladores a efectuar la totalidad de sus operaciones a través de plataformas virtuales –como "*Home Broker*". La plataforma de negociación *on-line* es ofrecida por la mayoría de los *brokers*, adquiriendo gran popularidad entre los inversores, en especial en el segmento *retail*, que representa más del 33% del volumen operado en renta variable. En 2008, el 12,7% de las operaciones fueron realizadas a través del sistema, versus un 8,4% en 2007. En la actualidad más del 17% de las operaciones se realizan a través de la plataforma, y se espera que su participación se incremente con el avance del segmento *retail*.

Claramente, el éxito de dicha tecnología se encuentra condicionado por nivel de penetración de la Internet, así como a la disponibilidad de acceso a través de banda ancha. Comenzando el segundo trimestre de 2009, la penetración de Internet[35] en la población de Brasil era aproximadamente del 34% contando con más de 67 millones de usuarios, mientras que alrededor de 10 millones poseían acceso a través de conexión de banda ancha, representando un 16% de los hogares brasileños –un avance relevante contra solo un 3% en Junio de 2008. Se espera un crecimiento sostenido en esta tendencia, así como una creciente demanda por conexiones de mayor ancho de banda. (Cisco, 2009).

3.3.5 Costos de transacción:

El costo de efectuar una operación condiciona al inversor, y al método de inversión utilizado. Ante una estructura de comisiones elevadas, los especuladores se verán reacios a realizar operaciones de corto plazo, ya que los costos podrían exceder el posible retorno de sus

[35] Cantidad de usuarios de Internet, dividido la población total del país.

estrategias. Asimismo, los inversores a largo plazo se verán desmotivados a reestructurar sus carteras, por las grandes "pérdidas" que conlleve la compra-venta de sus activos.

Hacia fines de 2008, la BM&F Bovespa presentaba todavía costos muy altos de transacción en relación a sus pares más desarrollados: El costo promedio local por operación representaba el 0,42 %, versus el 0,16 % en la NYSE (S&P, 2007). En Febrero de 2009, la bolsa de comercio anunció su nueva política de precios, a ser implementada de forma gradual desde principios de Mayo de 2009 hasta Febrero de 2010 –con una reducción en los costos de comisiones de clearing y depósitos-; así como imponiendo una devolución de 5 puntos básicos (0,05%) a los inversores locales, sobre el valor de activos prestados[36]. Así también se ofrecerá información sobre el mercado a precios más cercanos a los estándares internacionales.

A pesar de desconocerse el impacto exacto que tendrán las medidas sobre el costo promedio por operación (dependiendo a su vez de la competencia entre los *brokers*), la BM&F Bovespa espera que los costos se aproximen más a los niveles internacionales.

3.3.6 Variedad de productos y nivel de sofisticación:

Proveer a los inversores de una gran variedad de instrumentos para invertir, permite más que la posibilidad de elegir entre activos; permite que los inversores –de acuerdo a su perfil- puedan hacer pleno uso de los mercados de capitales.

Un mercado que además de ofrecer el activo, ofrece la posibilidad de cubrirse contra las variaciones del mismo obtendrá más atención que uno que no lo haga: al momento de elegir donde invertir su capital un *hedge fund*, ó de cómo desarrollar un nuevo producto estructurado un banco, la disponibilidad de derivados e inversiones alternativas será vital para atraer principalmente a inversores institucionales –una clara fuente de liquidez.

[36] Por ejemplo, cuando las acciones de un inversor son prestadas, por un broker, a otros inversores que efectúen la venta en descubierto de los títulos, generando un beneficio para el titular de dichos activos.

La legislación actual autorizó la negociación de títulos emitidos por las empresas cotizantes registradas en la CVM: Acciones, bonos (simples o convertibles en acciones), notas comerciales, derechos de suscripción, warrants, participaciones en fondos comunes de inversión, *Brazilian Depositary Receipts* (BDR´s), opciones, futuros y otros derivados financieros. Algunos de los más modernos han sido:

- **ETF**: *Exchange Traded Funds* (fondos comunes de inversión con cotización en bolsa). Reglamentados por la instrucción 359/2002, basada en un extenso estudio comparativo con otros países y contando con contribuciones de instituciones como Morgan Stanley, Goldman Sachs, BNDES, la *American Stock Exchange* y BM&F Bovespa, el primer ETF se introdujo a mediados de 2004, con la creación de "PIBB" –Papel Indice Brasil Bovespa 50. El ETF posee las características de una inversión diversificada, ofreciendo las mismas condiciones de transacción que cualquier activo de renta variable; básicamente un fondo común de inversiones abierto que cuenta con cotización en tiempo real (WE, 2004). Desde entonces este mercado ha evolucionado gradualmente, con el lanzamiento de los índices negociables "iBovespa", "BM&F Bovespa MidLarge-Cap" y "BM&F Bovespa Small-Cap" –representando carteras de aquellas empresas de capitalización bursátil relevante (85% de las acciones que cotizan), y aquellas más pequeñas (15% restante).

- **Protección de Inversión con Participación**: En Febrero de 2007, la Bolsa de Comercio de San Pablo lanzó un producto estructurado, el "POP", que provee protección frente a la variación adversa de precios. Este combina tres operaciones distintas: La compra de acciones en la bolsa, la compra de opciones *Put* y el lanzamiento de opciones *Call*. El objetivo del producto es atraer al inversor del segmento *retail* –inversores individuales- que desee invertir en acciones sin el riesgo de pérdida por la volatilidad de los mercados.

  El "POP" fue lanzado inicialmente para ocho títulos, con plazos de vencimiento de seis a doce meses y propuestas de protección de capital entre el 70% y el 100% de la inversión; así como cada uno de los tres componentes por separado (WE, 2007).

- **Fideicomisos financieros:** La securitización de activos[37] surge en Brasil en el año 1997 junto a la ley federal No 9.514, tratándose específicamente de inmuebles. En el 2001 se lanzó la primera emisión de títulos respaldados por propiedades, pero sin mayor alcance.

  El boom ocurrió en el año 2003, alcanzando emisiones de productos cercanas a los U$ mil millones cuando aún se utilizaban solo cinco clases de colateral. Hacia el 2006, la emisión de fideicomisos financieros alcanzó los U$ 5,5 mil millones, contando con trece tipos de activos subyacentes utilizados; entre ellos: préstamos personales, títulos públicos, regalías y créditos sobre automóviles. Aproximadamente U$ 11,9 mil millones fueron emitidos durante 2008, con catorce tipos de activos como colateral. Actualmente el mercado de securitización en Brasil sigue en crecimiento (Uqbar, 2009).

  Las tres grandes tendencias en este instrumento son: (1) la división[38] de títulos en partes con diferente riesgo, rentabilidad y plazo; (2) nuevas formas de mejoramiento crediticio, que se introducen en la estructura de subordinación –activo más una forma de seguro; y (3) la securitización de flujos de fondos futuros. Si estas tendencias continúan su desarrollo, y a la par comenzara a gestarse un mercado secundario líquido para dichos instrumentos, el volumen de operaciones podría crecer de forma exponencial en los próximos años (Uqbar, 2007).

Universidad de San Andrés

[37] El proceso de securitización permite a las instituciones estructurar activos no negociables, ó flujos de fondos, en mayores activos negociables para ser vendidos a inversores en forma de títulos. Estos están garantizados (ó respaldados) por activos subyacentes y su flujo de fondos asociado. La securitización usualmente implica la emisión de títulos a través de un proceso por afuera de los estados contables de la firma, que involucra una estructura fideicomisaria ó vehículo de propósito especial. Esta entidad legal separa a los activos subyacentes del originador y financia la compra de activos a través de la emisión de títulos para los inversores, manteniendo los activos dentro del fideicomiso. Una vez emitidos los títulos, el capital y los intereses de los activos subyacentes son cobrados y administrados por el "*servicer*" y canalizados hacia los inversores a través de este vehículo.
Casualmente, el vehículo asegura al conjunto de activos contra *default*, mejorando así la calidad de los activos a través de un proceso denominado "mejoramiento crediticio". Este puede tomar formas variadas, incluyendo la "sobre-co-lateralización" (cuando el valor de los activos excede al de los títulos emitidos), la contratación de seguros, el uso de notas de crédito, la subordinación en segmentos con diferentes niveles de riesgo, y la utilización de agencias sponsor (gubernamentales ó multilaterales) que garanticen el pago ó fondos de reserva.
La securitización puede ayudar a completar los mercados financieros domésticos en dos maneras: Primero, creando activos líquidos a través del agrupamiento de activos ilíquidos, como hipotecas residenciales, créditos de hogares y otros. Segundo, mejorando la calidad crediticia del producto estructurado a través de técnicas de "mejoramiento crediticio".

[38] C*redit tranching*: Diferentes *tiers* crediticios.

- **BVS&A:** En el año 2003 Bovespa creó la Bolsa de Comercio Social, dedicada a la recaudación de fondos para proyectos educativos y de medioambiente llevados a cabo por ONG´s, cuyas donaciones reciben en forma de "acciones socio-ambientales" aportadas por el público. A partir del año 2007, esta institución pasa a manos del Instituto Bovespa bajo la denominación: Bolsa de Comercio de Inversión Social y Ambiental.

  El objetivo central de la BVS&A es fomentar un ambiente para la creación de valores que contribuyan a proyectos duraderos, de manera confiable y transparente. De esta manera, la Bovespa junto a las firmas intermediarias asociadas introdujeron la cartera de proyectos listados en la bolsa con el fin de obtener fondos para la iniciativa. La propuesta consiste en recibir inversiones que se transformen en un medioambiente protegido, y una sociedad más justa. Las características principales de la BVS&A (WE, 2007) son:

  - Garantía de Bovespa en la transferencia de la totalidad de los fondos a los proyectos seleccionados, libre de deducciones ó comisiones.
  - Supervisión de todas las operaciones por un equipo especializado, coordinado por Bovespa.
  - Seguimiento de la evolución de las inversiones a través de un portal web, que permite el monitoreo de las inversiones así como el seguimiento del avance del proyecto.
  - Posibilidad de crear carteras de "acciones socio-ambientales", de acuerdo a las preferencias de los inversores.

  En el año 2004 Bovespa fue reconocido por las Naciones Unidas como la primer Bolsa de Comercio en adherir a su programa de "Compacto Global", cuyo objetivo fue promover la responsabilidad social y ambiental en los mercados internacionales.

  Actualmente, la responsabilidad social posee un rol central en las inversiones, y en este caso provee de un medio ideal para la atracción de capitales al mercado. A la fecha se han desarrollado más de 75 proyectos sociales y de cuidado del medio ambiente a través de la BVS&A. Sus autoridades se encuentran negociando con el gobierno la posibilidad de obtener beneficios impositivos para los inversores de dicho mercado.

Universidad de San Andrés

Cabe destacar que además de los instrumentos mencionados, existen otros aún más sofisticados, como por ejemplo: bonos de carbono, *swaps* –de tipo de cambio, tasa de interés, índices de acciones, oro-, contratos *forward* de tasas, certificados inmobiliarios *securitizados*[39], y futuros de *spread* de índice de precios, entre otros.

3.3.7 Apertura de capital en varios mercados –*cross-listing*:

Para poder cotizar en otro mercado, las empresas brasileñas deben estar cotizando primero en su bolsa local –la exposición internacional, la posibilidad de canjear acciones denominadas en reales por otras en dólares, y el incremento en los volúmenes negociados habilitan a un mayor número de inversores el acceso a las principales acciones del país, facilitando la inversión a capitales extranjeros.

Actualmente, 37 de las más grandes empresas que cotizan en Bovespa poseen ADR[40] líquidos que cotizan en NYSE. En el año 2008, los ADR de firmas brasileñas fueron los más negociadas en el mercado estadounidense, con Petrobras y Vale do Rio Doce captando la mayor atención.

En segundo y tercer lugar se ubicaron los ADR de China y el Reino Unido, respectivamente. Cabe destacar que el volumen diario promedio negociado en ADR brasileños en Estados Unidos superó al volumen diario promedio de la suma del total negociado en Bovespa durante el 2008.

En un estudio realizado por Oxford Metrica, una consultora estratégica independiente, se analizaron 767 programas de lanzamiento de ADR –entre 1980 y 2003- en bolsas de comercio estadounidenses. Los resultados fueron claros: Durante el primer año desde su lanzamiento, las acciones de las compañías emisoras se valorizaron hasta un 10%, y mejoraron su liquidez un 27% en promedio, en sus mercados locales. Una de las principales razones de la mejoría resulta de la imposición de estrictos estándares de reporte, dado que al cotizar en cualquier bolsa

[39] "CRI" Certificados Inmobiliarios (títulos de renta fija con inmuebles como activo subyacente, una opción favorecida por fondos de pensión y aseguradoras por su perfil de riesgo.
[40] *American Depositary Receipt*.

estadounidense las empresas deben acatar la normativa impuesta por la *Securities and Exchange Commission*[41], la cual entre otras exige el reporte de información contable bajo U.S. GAAP (estándares contables estadounidenses). La mayor divulgación de información juega un rol fundamental al momento de invertir en el capital de una empresa (WE, 2003).

3.3.8 Apertura al segmento *retail*:

La implementación de nuevas tecnologías que facilitan el acceso al mercado –como el desarrollo de mejores plataformas de inversión online-, la oferta de una mayor variedad de productos, y la protección de los inversores junto a los programas educativos en la materia ofrecidos localmente han abierto las puertas al ingreso de los inversores individuales –el segmento *retail*.

Una prueba fehaciente de dicho fenómeno puede apreciarse a través del *boom* de los clubes de inversores: En Enero del año 2000 se encontraban registrados 186 clubes, compuestos por 41 mil miembros, y un capital agregado de aproximadamente U$156 mil a nivel nacional. En Marzo de 2009, el número de clubes en actividad había ascendido a 2.789, con 146 mil miembros y un patrimonio de U$ 3,5 millones. El interés por el mercado brasileño ha crecido sustancialmente: En 2007 contaba con 478 mil inversores, aumentando a 541 mil en Abril de 2009.

Universidad de SanAndrés

3.3.9 Reestructuración del mercado de capitales:

Des-mutualización y apertura de capital, migrando de una estructura de membresía a una de propietarios de capital. La existencia de múltiples bolsas en una sola jurisdicción fragmenta la liquidez en el mercado.

- Bovespa y el Proceso de Des-mutualización:

[41] La Comisión Nacional de Valores de Estados Unidos, paralela de la CVM en Brasil.

La estructura organizativa de una bolsa de comercio es fundamental para su desarrollo. En las últimas dos décadas se ha gestado una tendencia global a transformar dicha estructura, migrando desde una forma de organización mutual o asociación, hacia una con fines de lucro, cuyos propietarios son accionistas en lugar de miembros.

Esta iniciativa requiere de la presencia de ciertas condiciones que permitirán una transformación ordenada hacia la nueva forma, siendo las centrales:

- **La consolidación de las bolsas de comercio**; en una entidad única con el fin de mejorar su competitividad. En la década de los noventa, el mercado de capitales estaba compuesto por nueve bolsas de comercio, siendo las dos centrales la Bolsa de San Pablo concentrando el 95% de las operaciones, y la de Rio de Janeiro con alrededor del 2,5% (WE, 2000).

  En el año 2000, en vista de las condiciones en que se hallaban los mercados, las nueve bolsas de comercio de Brasil optaron por integrarse con el fin de reducir costos operativos derivados de la duplicación de funciones, incrementar la operatoria en el mercado local y fortalecer la competitividad del mercado de capitales brasileño (WE, 2000)

  El proceso de consolidación finalizó ese mismo año, estableciendo que la Bolsa de Comercio de San Pablo se convertiría en el único mercado habilitado para negociar títulos en el país.

- **La centralización de las funciones de depósito, liquidación y transferencia**; factores fundamentales en la seguridad y transparencia del mercado. La CBLC, constituida tres años antes del proceso de unificación en respuesta a la demanda internacional, es la única central de depósito para acciones y bonos corporativos del país, así como la principal proveedora de infraestructura de clearing, liquidación y servicios de *risk management*.

En el año 2000, y ante la consolidación de las bolsas de comercio, Bovespa adquirió la Compañía de Liquidación y Custodia (CLC) de Rio de Janeiro, terminado de consolidar el sistema de liquidación, depósito y transferencia de la nación.

- **Un cierto grado de liberalismo económico**; que permita la libre implementación de estrategias comerciales, así como la formación de alianzas con bolsas de comercio en otros países.

Este factor es difícil de medir objetivamente, sin embargo el "Indice de Libertad Económica"[42] desarrollado conjuntamente por *Wall Street Journal* y *Heritage Foundation* puede tomarse como indicador fiel de esta condición. El índice consiste en diez indicadores que se actualizan de manera continua basándose en información de fuentes tales como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, y los bancos centrales de cada país, entre otros.

En el caso de Brasil, puede apreciarse como en una escala de cero a cien –de menor a mayor grado de libertad-, el índice creció desde 51,4 (1995) hasta 61,1 puntos (2000) cuando se concluyó con la consolidación de las bolsas, indicando un claro proceso de liberalización económica. Dicho valor ubicaba a Brasil en la posición #71 entre 165, por encima de países como Francia, Grecia, Méjico, China y Rusia.

En la actualidad, Brasil se encuentra en la posición #105 entre 179, con 56,7 puntos, motivado principalmente por una disminución marcada en su "libertad financiera" provocada por el aumento gradual en el control del gobierno –con el fin de controlar la inflación y supervisar de cerca a las instituciones financieras del sistema. Según el

[42] Desarrollado en el año 1995, el Índice de Libertad Económica consiste en el promedio de diez libertades individuales, cada una vital para el *desarrollo de la prosperidad personal y nacional*. La "Libertad Económica" se define como aquella asociada con *la autonomía material del individuo en relación con el estado y otros grupos organizados*. Un individuo se considera económicamente libre cuando posee *control total sobre su labor y propiedad*. Estas diez libertades son: (i) Libertad de hacer negocios, (ii) libertad comercial, (iii) libertad fiscal, (iv) tamaño del gobierno, (v) libertad monetaria, (vi) libertad de inversión, (vii) libertad financiera, (viii) derechos de propiedad, (ix) libertad de corrupción, y (x) libertad laboral.

> informe más reciente de *Heritage*, la presencia de bancos de origen extranjero sigue intensificándose en el país. En el resto de las categorías, el país se ha mantenido estable (Heritage, 2009).

A través del proceso conocido como "des-mutualización" la bolsa de comercio logró transformar su modelo de negocios, orientándose a la obtención de resultados, la reducción de costos y la eficiencia operativa, y facilitando la respuesta al entorno competitivo conformado por los mercados de capitales internacionales.

Una de las ventajas de dicho proceso, según una encuesta llevada a cabo por el IOSCO en el año 2003, es la aceleración del desarrollo en la infraestructura y capacidad tecnológica del mercado (IOSCO, 2005).

El éxito de este proceso dependió de la capacidad que poseía la nueva organización –Bovespa- para mejorar su competitividad y desempeño operativo, así como para cumplir con sus obligaciones como organismo regulador, manteniendo un mercado justo y ordenado.

Universidad de SanAndrés

La transformación hacia una sociedad anónima presentó una serie de nuevos desafíos: aquellos miembros que constituían la organización mutual, los intermediarios financieros, pasaron a ser accionistas, y su doble condición de participantes y dueños motivó mayores exigencias de transparencia, tanto de parte de ellos como de los inversores. La demanda por un control y supervisión más rigurosos implicó una serie de iniciativas y proyectos que debían ser llevados a cabo por la administración de la bolsa de comercio.

Al modificarse la denominación de la entidad, la administración se vió presionada a generar beneficios a través del incremento en sus resultados y la reducción en su estructura de costos. La función de control demandó una porción elevada de los recursos del mercado en cuestión, comprometiendo el desempeño en la función regulatoria de dicha sociedad.

Frente a esta dificultad, el mercado brasileño resolvió minimizar las funciones regulatorias de Bovespa apoyándose en el Consejo Monetario Nacional y la Comisión Nacional de Valores, así como en la transferencia directa de funciones de control y supervisión a las sociedades auto-reguladas de la industria.

Cabe destacar que este modelo de regulación sólo funcionaría si dichas entidades se encontraban previamente establecidas, con experiencia suficiente en la materia, tal como fue el caso de la ANBID y la ANDIMA.

ANBID. Creada en el año 1967, la Asociación Nacional de Bancos de Inversiones es el principal representante y proveedor de información de las instituciones financieras en el mercado brasileño: bancos de inversiones, firmas administradoras de riqueza y bancos comerciales con carteras de inversiones.

En el año 1999 comenzó su función como entidad promotora de la regulación interna de sus miembros, a través de la creación de códigos de conducta cuya reglamentación es más estricta que la impuesta por las entidades de control del gobierno, y redactando más de cinco cuerpos entre los años 2000 y 2006, con el fin de mejorar la calidad en el desempeño operativo así como la transparencia en los mercados.

Universidad de SanAndrés

En el año 2005, la ANBID se afilió al Comité Consultivo de Organizaciones de Regulación Interna, de la Organización Internacional de Comisiones de Títulos[43] (IOSCO) con el fin de promover estándares de conducta y desempeño en los mercados de capitales en el plano internacional.

ANDIMA. La Asociación Nacional de Instituciones del Mercado Financiero es una entidad civil cuyos miembros –bancos, intermediarios e instituciones financieras- trabajan en conjunto para el crecimiento del mercado de renta fija de Brasil. Es

[43] Organismo internacional dedicado al desarrollo e implementación de normas y estándares en materia de regulación a la transacción de títulos en los mercados mundiales, con el fin de: proteger al inversor; asegurar la equidad, transparencia y eficiencia en los mercados; y reducir el riesgo sistémico en los mismos.

reconocida en su liderazgo como proveedora de servicios, soporte técnico y operativo a sus miembros, y en su labor hacia la integración del sistema financiero nacional.

Su finalidad es promover seguridad, transparencia y liquidez a las operaciones del mercado secundario de renta fija. La regulación interna del organismo impone estándares en los contratos y la consolidación de precios para las obligaciones negociables domésticas. Fomenta la ejecución de transacciones transparentes siendo responsable por la divulgación de precios de instrumentos públicos y privados, la actualización de reglas y herramientas electrónicas, así como del mantenimiento de un sistema de información de precios.

La asociación ha desarrollado un sistema de reporte de precios del mercado de renta fija -"Proveedor ANDIMA"-, con el fin de consolidar y monitorear las cotizaciones para mejorar la transparencia en el mercado secundario de renta fija siguiendo estándares internacionales.

El sistema recauda información en la mañana (a las 11:00) y en la tarde (a las 15:15), para luego tabular dicha información y calcular precios promedio de compra-venta, los cuales se informan treinta minutos luego de obtenidos los datos. Al final de la jornada se recoge información sobre las transacciones realizadas y se confecciona un informe sobre la operatoria del día. Esta información sirve como referencia a los participantes del mercado en la realización de sus operaciones.

Desde Marzo de 2008, el sistema también recoge información sobre las transacciones realizadas sobre dichos títulos en la Bolsa de Mercaderías y Futuros (BM&F), permitiendo que los participantes accedan a las cotizaciones registradas a través de SELIC así como en "CETIPNet".

- <u>La apertura de capital de Bovespa Holding al mercado</u>:

Generalmente cuando un mercado se somete al proceso de "des-mutualización", una vez finalizada su ejecución, este procede a la apertura y emisión de su capital en la bolsa de comercio. En el **Anexo VII** se aprecian algunos ejemplos de este fenómeno.

En dicha serie se ve como el lapso de tiempo entre dicho proceso y la apertura de capital varía entre un día –el caso de la Bolsa de Comercio de Australia- y dos años –el caso de las Filipinas. Las ventajas de este fenómeno son:

- **La promoción de la indagación pública**; motivando la implementación de estrategias que eleven su desempeño como negocio privado.
- **La asistencia en la formación de un perfil y una marca de nivel**; atrayendo un mayor número de inversores y firmas emisoras.
- **Utilidad como mecanismo de salida**; a aquellos intermediarios financieros que deseen retirarse, permitiendo un ensanchamiento en la base de propietarios y consecuentemente una atomización en la tenencia de las acciones evitando conflictos de intereses, motivados generalmente por una alta participación de *brokers* en dicha tenencia.
- **Mejor acceso al capital**; para la realización de proyectos de actualización de infraestructura ó de expansión.
- **Facilita la fusión con otras bolsas de comercio**.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

En Octubre de 2007, Bovespa Holding llevó a cabo su Oferta Pública Inicial con resultados excepcionales: una colocación de capital de U$ 3,66 mil millones en manos de más de 600 inversores institucionales y alrededor de 100.000 inversores del segmento *retail*.

Según Daniel Wainstein, director general de Goldman Sachs Brasil, el éxito de dicha oferta presentó una fuerte señal de confianza hacia Brasil por parte de los inversores, en su propuesta actual y en el crecimiento que todavía le quedaba por delante.El mercado brasileño se posicionó como una opción atractiva a nivel mundial.

Generalmente, las bolsas de comercio de países emergentes deben lidiar con aperturas de capital conjuntas en más de un mercado. Pero durante el año 2007, de las 65 Ofertas

Públicas Iniciales llevadas a cabo en Brasil, una sola optó por la doble apertura –Bovespa - NYSE- demostrando, según la firma *Euromoney*, que "*la competencia por parte de la Bolsa de Comercio de Nueva York no representa una amenaza para Brasil"* (Euromoney, 2008).

3.3.10 Conexión entre mercados:

Con la finalidad de promover la cooperación, el intercambio de información, la apertura a nuevos participantes, la reducción en los costos de transacción, y facilitar el *cross-listing* –haciendo a los mercados más atractivos-, las entidades brasileñas han firmado un gran número de acuerdos durante los últimos años. Entre los principales acuerdos con otros mercados se encuentran:

- **Acuerdo con la bolsa de comercio de Shanghai** (2005). Primer acuerdo firmado con un mercado asiático (WE, 2005).
- **Acuerdo entre BM&F y grupo CME** (2007/2008). Primer acuerdo de *cross-equity*[44] entre una bolsa de comercio latinoamericana y norteamericana. Acuerdo de ruteo de órdenes entre los sistemas de ambos mercados (WE, 2007/2008).
- **Acuerdo entre CBLC con compañías internacionales de *clearing* y depósito en Europa y Estados Unidos** (2008). Firmado con *Euroclear SA/NV*, y con la *Depository Trust & Clearing Corporation* (*DTCC*); con el fin de facilitar la inversión entre sus mercados y la exploración de oportunidades de cooperación en operaciones de *clearing* y compensación.
- **Fusión entre Bovespa y BM&F** (2008). En Mayo de 2008, ambas bolsas se fusionaron, transformando la nueva entidad –BM&F Bovespa- en la tercer mayor bolsa de comercio del mundo en valor de mercado, negociando el 80% de las operaciones en América Latina, contando con más de U$ 67 mil millones en operatoria de futuros por día (Reuters, 2008).

3.3.11 *Market makers*:

[44] Tipo de transacción en la cual dos o más entidades adquieren participaciones de la otra/s, a través de un intercambio proporcional de sus acciones.

Ciertos activos negociados en la Bolsa requieren de *market makers* para asegurar su liquidez. El 24 de Septiembre de 2003, a través de la resolución 293/03, Bovespa introdujo el uso de *sponsors*, instituciones autorizadas para promover la liquidez de grupos de activos pre-establecidos. Localmente denominados "formadores de mercado", los *sponsors* son firmas de intermediación financiera, agentes de bolsa y bancos, comprometidos a realizar ofertas de compra-venta constantes por un mínimo de títulos asegurando la liquidez así como un precio base de negociación.

Estas firmas pueden representar el mismo o varios activos en más de un mercado, así como puede un activo ser representado por más de una firma (WE, 2003). A la fecha, ocho entidades operan como *market makers* de instrumentos de renta variable, asegurando la liquidez de sesenta acciones; y tres entidades, de instrumentos de renta fija, asegurando la liquidez de cinco títulos.

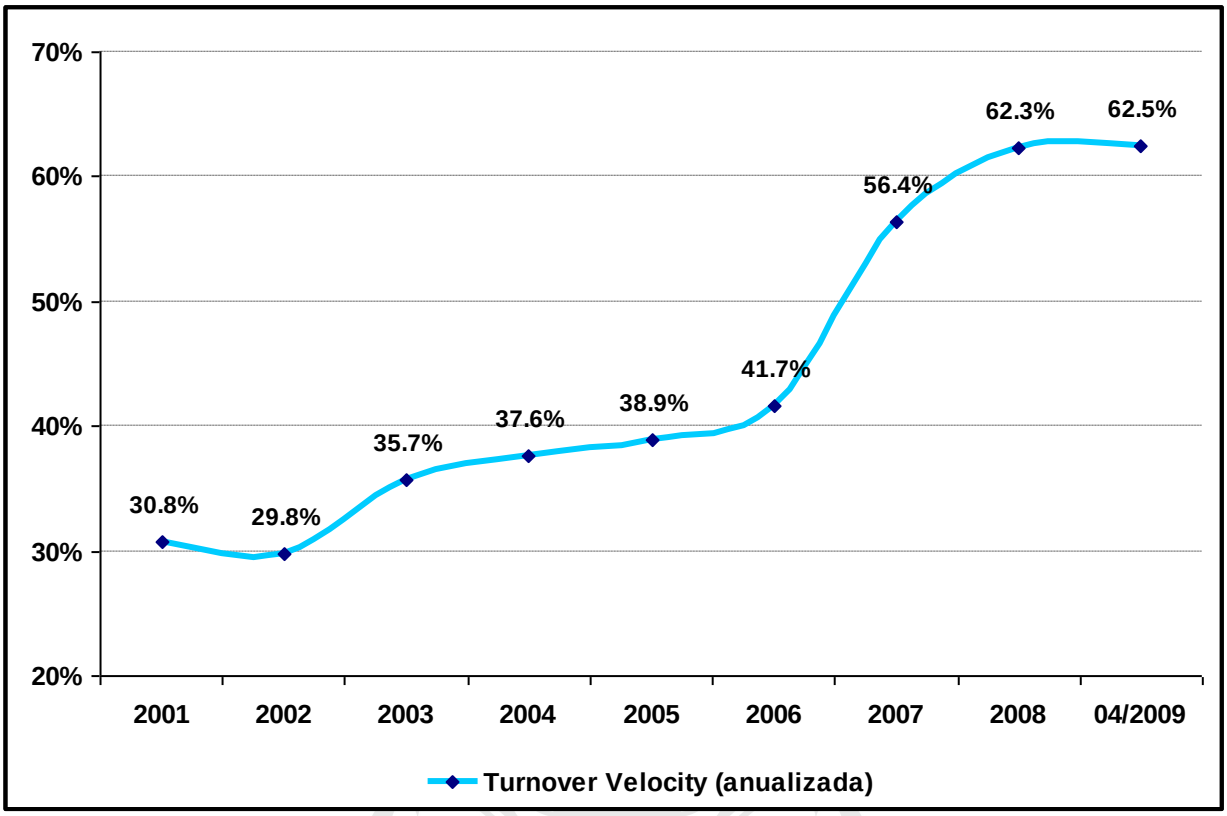
3.3.12 Indicadores de liquidez en BM&F Bovespa:

Con el fin de demostrar en forma objetiva el incremento de la liquidez en la plaza local, producto de los factores analizados anteriormente, se exhiben los principales indicadores de liquidez publicados mensualmente por el mercado: la *turnover velocity*[45] y la operatoria promedio, en operaciones con acciones.

A continuación, puede apreciarse una clara tendencia ascendente en el período comprendido entre Enero de 2001 y Abril de 2009 (BM&F Bovespa, 2008/9).

Gráfico 6. Liquidez. *Turnover velocity*.

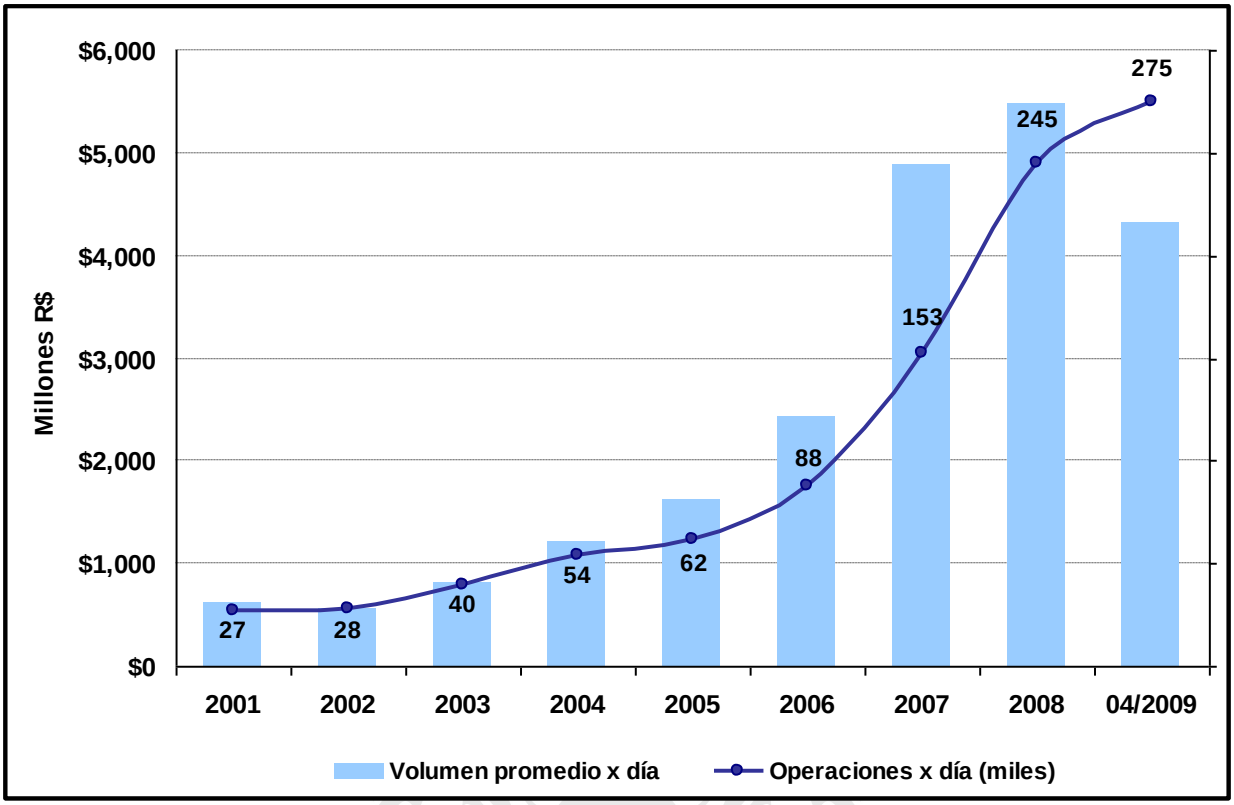
[45] La "velocidad de rotación" de los activos se calcula tomando el volumen mensual negociado, multiplicándolo por 12 (meses), dividido la capitalización bursátil de las empresas que cotizan –al último día de cada mes. El *ratio* indica que porcentaje de los títulos cambió de "manos" (titularidad) sobre el valor total de títulos que componen al mercado. Se infiere que a un mayor *ratio* de rotación, mayor es la liquidez en el mercado.



Fuente: BM&F Bovespa Itau Conference Presentation

En el siguiente gráfico se expone la operatoria promedio del mercado, medido en cantidad de operaciones efectuadas por día y volumen promedio diario, tomando el mismo período que en el gráfico anterior.

Gráfico 7. Liquidez. Operatoria promedio.



Fuentes: BM&F Bovespa, Bloomberg.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

4.0 **Conclusión:**

A continuación se expone un resumen de lo desarrollado en los capítulos, seguido por la conclusión del estudio:

4.1 Síntesis del trabajo:

Tras décadas de experimentar los vaivenes de su inestabilidad sistémica, inherente a una nación emergente, el mercado finalmente comprendió que el crecimiento solamente vendría de la mano del progreso, y que este requeriría de un esfuerzo conjunto entre los integrantes del ámbito local, así como de la participación y asesoramiento de aquellas entidades pertenecientes a los mercados que los locales anhelaban emular.

¿Cómo surgió entonces un plan, y como fue ejecutado para lograr que el mercado crezca hasta ser lo que conocemos en actualidad?

El plan elaborado en el año 2002, actualizado en los años 2005, 2006 y 2008 bajo los mismos principios, enunció los objetivos del grupo de entidades que componen al mercado, junto a las acciones a ser llevadas a cabo para concretar dicho proyecto. Las directrices y acciones fueron diseñadas de forma tal que se apuntó a desarrollar los elementos centrales presentes en un mercado de capitales moderno: Proveer **seguridad** a los inversores, incrementar la **transparencia** en la operatoria, y promover **liquidez** en los títulos negociados.

Con la finalidad de reestablecer la confianza del público inversor, el estado y el sector privado debieron desarrollar las condiciones y el marco regulatorio que proveyeran los cimientos sobre los cual se construiría un sistema que proporcione –de manera constante, sistemática y predecible- un espacio seguro para la concreción de negocios e inversiones, tanto para locales como para foráneos.

El estado, por su parte, debió exhibir su apoyo incuestionable al mercado. La estructuración de un sólido cuerpo normativo, el otorgamiento de beneficios a los participantes (de carácter fiscal), la canalización de recursos hacia el mercado, y el desarrollo de un conjunto de medidas con la

finalidad de estabilizar la economía, fueron muestras necesarias para el público local e internacional, incluyendo a los organismos multinacionales –cuyo apoyo fue obligadamente requerido.

La percepción generalizada de la existencia de un espacio seguro para el desenvolvimiento de las transacciones entre las partes fue de vital importancia, particularmente para los capitales extranjeros, y fue la base que posibilitó la sofisticación y crecimiento del mercado.

Los inversores demandaban información: mayor cantidad, más veloz, y de una calidad muy superior a la existente. El mercado debió responder con determinación.

Desde el punto de vista técnico, a través del asesoramiento externo y la inversión sin precedente en infraestructura, se desarrolló el conjunto de plataformas y sistemas que posibilitaron una operatoria ágil y a prueba de errores, proveyendo de información en tiempo real a todos los participantes del mercado.

Desde una perspectiva cualitativa, la adopción de estándares operativos internacionales, así como la alianza con organismos multinacionales privados, cautivó a los inversores más escépticos –posicionando a la bolsa de comercio brasileña como un espacio serio, claramente a la altura del resto. Asimismo, el impulso de iniciativas educativas y de promoción dio a conocer las posibilidades que ofrecía este nuevo mercado al resto del mundo.

En términos de ética, el mercado lanzó segmentos especiales de gobierno corporativo, con el fin de promover estándares que posibilitaran no solo la mayor transparencia entre las empresas locales, sino también la opción de obtener capitales a través de las bolsas de comercio más desarrolladas, cuyos estándares de inclusión restringían el acceso a la mayoría de las corporaciones de Brasil.

El avance en la oferta de información agregó valor real a este espacio, impulsando el ingreso de inversores más profesionales, que requerían estándares altos de difusión de la información para

tomar decisiones sensibles; y generalmente involucran al patrimonio de un sinnúmero de inversores de todas partes del mundo.

Las entidades del mercado debieron obrar en conjunto, en el lanzamiento de iniciativas que apuntaran a incrementar la demanda por las inversiones del mercado, con particular énfasis en estabilizar el flujo de operaciones que se llevaban a cabo en la bolsa. El crecimiento estable de la operatoria proporcionó tal vez el mayor aliciente al ingreso de capitales extranjeros a la plaza local.

La apertura de capitales nacionales a mercados extranjeros, así como la invitación a grandes entidades de otros países, facilitó el acceso de grandes y pequeños inversores locales e internacionales. La profesionalización del mercado brasileño, junto a la formación de alianzas estratégicas terminó de consolidar la sólida imagen de estabilidad de la BM&F Bovespa.

En síntesis, el Plan funcionó por basarse precisamente en las premisas clave sobre las que reposa el funcionamiento de los mercados de capitales desarrollados, a través de un compromiso de largo plazo entre el gobierno y el sector privado.

Universidad de San Andrés

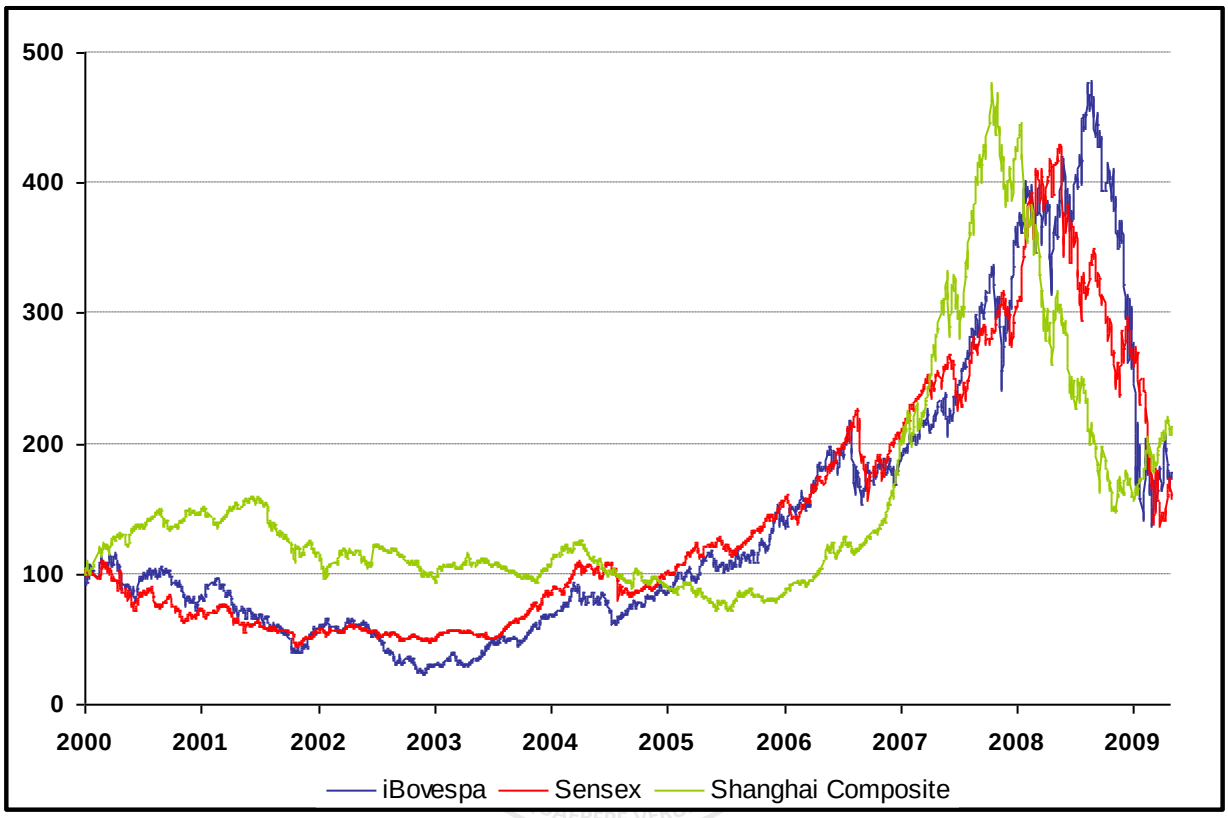
4.2 Comentarios finales:

Los resultados de este proceso pueden apreciarse en el crecimiento observado en el mercado: contando con calificación de *investment grade* y formando parte del aclamado BRIC[46]; el mercado de capitales brasileño ha exhibido un crecimiento ejemplar desde comienzos de década.

Para obtener una imagen más clara, en el siguiente gráfico se exhibe el crecimiento de la Bolsa de Comercio de Brasil respecto del *benchmark* de China, el índice de la bolsa de Shanghai –Shanghai Composite-, y el de India, el índice de la bolsa de Bombay –Sensex-, componentes del BRIC, durante los últimos nueve años.

[46] El acrónimo, creado por la firma Goldman Sachs, hace referencia a los cuatro mercados emergentes con mayores perspectivas de crecimiento en el mundo: Brasil, Rusia, India y China. Durante la última década, estos cuatro países han exhibido un crecimiento inigualable –tanto económico como en sus mercados de capitales.

Gráfico 8. Evolución de iBovespa[47] (2000-2009).



Fuentes: Bloomberg.

Universidad de San Andrés

La experiencia brasileña propone un modelo de transformación para el resto de los países cuyos mercados de capitales se encuentran en condición emergente: la intervención del gobierno, junto al compromiso de los integrantes del mercado a largo plazo, se aprecia desde la reforma en el sistema de seguridad social con el fin de canalizar fondos de inversores institucionales, hasta la evolución de la estructura de la Bolsa de Comercio de San Pablo y la promoción de estándares internacionales de inclusión de emisoras de capital.

En la actualidad convivimos con una nueva crisis, no ya solo de países emergentes sino de todo el sistema financiero mundial: una verdadera crisis globalizada. Brasil encuentra sus valores y operatoria por debajo de los máximos de los últimos años, y en estas condiciones se pone a

[47] Los tres índices se encuentran expresados en dólares estadounidenses, indexados con base 100 al 1ro de Enero del año 2000. Rusia, el segundo componente del BRIC ha sido excluido, dado que no posee un índice *benchmark* que sea comparativo con el resto de los componentes del acrónimo. Su índice más representativo, el RTSI, ha sido redefinido durante la década, alcanzando valores muy por encima de los exhibidos en el gráfico.

prueba el modelo construido durante la última década; encontrándose en condiciones de soportar los vaivenes de las plazas internacionales, los veloces flujos de capitales y la retirada de un gran número de inversores institucionales e individuales de los mercados emergentes, impulsados por el pánico y las pérdidas.

Su desarrollo posibilitará la recuperación de su mercado de capitales, el cual ya se encuentra planeando sus próximos pasos: la adopción de normas contables internacionales (IFRS[48]), obligatorias para las empresas que coticen en BM&F Bovespa. Otro avance más hacia los estándares de calidad ofrecidos internacionalmente; otra demostración de que el planeamiento serio y el esfuerzo conjunto del sector privado y el gobierno les han traído, efectivamente, orden y progreso.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

[48] *International Reporting Financial Standards*. Estándares internacionales contables establecidos por el IASB –*International Accounting Standards Board*-, cuya casa matriz se encuentra ubicada en Londres.

5.0 **Bibliografía:**

❖ Artículos de Noticias:

- Bloomberg. "Lula Vows Tax cuts, Loans in Export Stimulus Plan". http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601086&sid=a47qqMTSDIh0&refer=latin_america. Acceso 16 de Mayo de 2008.

- Cisco Systems. "Broadband Connections Increase 46% in Brazil During 2008: New Services From Internet Providers and Tax Reductions for Computers Stimulate Demand". http://newsroom.cisco.com/dlls/2009/prod_033009.html. Acceso 15 de Mayo de 2009.

- Euromoney. "Regional Focus – Brazil: BM&F Bovespa: taking the long term view". http://www.fow.com/Article.aspx?ArticleID=2038210. Acceso 12 de Noviembre de 2008.

- Reuters. "Brasil Bovespa, BM&F stockholder approve merger". http://uk.reuters.com/article/marketsNewsUS/idUKN0843380020080509 Acceso 19 de Mayo de 2009.

❖ Estudios Académicos:

- Barbosa-Filho, Nelson H. "Inflation Targeting in Brazil: 1999-2006". Institute of Economics of the Federal University of Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: 2007.

- "Brasil: Razones para una crisis de confianza". Documento de Análisis, Centro de Estudios Latinoamericanos (CESLA), Universidad Autónoma de Madrid. Madrid: 2002.

- De Paula, Ruiz Fernando y Alves, Antonio José. "External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis". Journal of Post Keynesian Economics. Rio de Janeiro: 2000.

- Hardie, Iain. "The power of the markets? The international bond markets and the 2002 elections in Brazil". Review of International Political Economy. Edinburgo: 2006.

- Rocca, Carlos A. "Mercado de Capitais eficiente: condição para o crescimento sustentado". Rio de Janeiro: 2004.

- Scaglia, Antonio y Vacca, Valerio. "Does Market transparency matter? A case study". Bank for International Development Papers N°2. Roma: 1999.

- Stallings, Bárbara y Studart, Rógerio. "Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada". Comisión Económica para América y el Caribe (CEPAL). Santiago de Chile: 2006.

- Whitt, Joseph A. "The Mexican Peso Crisis". Federal Reserve of Atlanta, Economic Review. Atlanta: 1995.

- Weisbrot, Mark. "Ten Years After: The Lasting Impact of the Asian Financial Crisis". Center for Economic and Policy Research. Washington, D.C.: 2007.

Universidad de SanAndrés

❖ Glosarios:

- Bloomberg financial glossary. http://www.bloomberg.com/invest/glossary/bfglosa.htm

- Thomson Reuters financial glossary. http://glossary.reuters.com/index.php?title=Main_Page

- IMF glossary. http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/index.asp

❖ Informes de Bancos Centrales:

- Banco Central do Brasil. "Financial Stability Report". http://www.bcb.gov.br/?FSR200711. Acceso 14 de Abril de 2008.

- Banco de México. "Informe Anual 1995". http://www.banxico.org.mx/eInfoFinanciera/DoctosBM/%7BC6C35EAB-53F6-4F48-A5CE-AD04E38432F2%7D.pdf. Acceso 11 de Mayo de 2008.

- Bank of Thailand. "Quarterly Bulletin, March 1998". http://www.bot.or.th/English/Statistics/Publications/Pages/Bulletin.aspx. Acceso 11 de Abril de 2008.

- The Central Bank of the Russian Federation. "Russia's Economic and Financial Position in 1998". http://www.cbr.ru/eng/today/annual_report/Chptr1e.pdf Acceso 11 de Mayo de 2008.

❖ Presentaciones de Entidades del Mercado de Capitales de Brasil:

- ANDIMA. "Brazil for foreign investors". http://www.andima.com.br/english/publications/arqs/brazil_for_foreign_investors.pdf. Acceso 18 de Mayo de 2008.

- ANDIMA. "OTC Fixed Income Market in Brazil". http://www.andima.com.br/english/publications/arqs/otc_fixed_income_market.pdf Acceso 16 de Mayo de 2008.

- BEST. "Market Profile". http://www.bestbrazil.org.br/pages/publications/BrazilianCapital/Market_Profile.pdf. Acceso 16 de Mayo de 2008.

Universidad de San Andrés

- BEST. "CBLC Presentation". http://www.bestbrazil.org.br/pages/publications/cblc/CBLC_Presentation.pdf. Acceso 18 de Mayo de 2008.

- BM&F Bovespa. "4Q08 Earnings Conference Call". http://ri.bmfbovespa.com.br/site/portal_investidores/en/informacoes_financeiras/apresentacoes_videoconferencias/apresentacoes.aspx. Acceso 18 de Mayo de 2009.

- BM&F Bovespa. "1Q09 Earnings Conference Call". http://ri.bmfbovespa.com.br/site/portal_investidores/en/informacoes_financeiras/apresentacoes_videoconferencias/apresentacoes.aspx. Acceso 18 de Mayo de 2009.

- BM&F Bovespa. "Bovespa: Facts and Figures". http://www.bovespa.com.br/pdf/FactsFigures.pdf. Acceso 16 de Mayo de 2008.

- BM&F Bovespa. "Itau Conference presentation". http://ri.bmfbovespa.com.br/site/portal_investidores/en/informacoes_financeiras/apresentacoes_videoconferencias/apresentacoes.aspx. Acceso 24 de Mayo de 2009.

- Instituto Brasileño del Mercado de Capitales. "Plano Diretor Do Mercado de Capitais". http://www.bovespa.com.br/pdf/PlanoDiretor2008.pdf. Acceso 28 de Abril de 2008.

❖ Reportes de Organismos multilaterales:

- Bank for International Settlements. "BIS Quarterly Review: June 2007". http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0706.pdf. Acceso 8 de Mayo de 2008.

- IOSCO. "Exchange Demutualization in Emerging Markets". http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD200.pdf. Acceso 17 de Mayo de 2008.

- IOSCO. "Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets". http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf. Acceso 17 de Mayo de 2008.

- The Group of Thirty. "G30 Proposes Major Reforms for Global Securities Markets". http://www.issanet.org/pdf/G30-01-2003.pdf. Acceso 18 de Abril de 2008.

- "Focus: January 2000 –N°84". World Federation of Exchanges. Paris: 2000.

- "Focus: March 2000 –N°86". World Federation of Exchanges. Paris: 2000.

- "Focus: September 2000 –N°92". World Federation of Exchanges. Paris: 2000.

- "Focus: March 2001 –N°98". World Federation of Exchanges. Paris: 2001.

- "Focus: May 2001 –N°100". World Federation of Exchanges. Paris: 2001.

- "Focus: April 2002 –N°110". World Federation of Exchanges. Paris: 2002.

- "Focus: June 2002 –N°112". World Federation of Exchanges. Paris: 2002.

- "Focus: December 2002 –N°118". World Federation of Exchanges. Paris: 2002.

- "Focus: October 2003 –N°128". World Federation of Exchanges. Paris: 2003.

- "Focus: August 2004 –N°138". World Federation of Exchanges. Paris: 2004.

- "Focus: March 2005 –N°145". World Federation of Exchanges. Paris: 2005.

- "Focus: November 2006 –N°165". World Federation of Exchanges. Paris: 2006.

Universidad San Andrés

- "Focus: February 2007 –N°168". World Federation of Exchanges. Paris: 2007.

- "Focus: June 2007 –N°172". World Federation of Exchanges. Paris: 2007.

- "Focus: November 2007 –N°177". World Federation of Exchanges. Paris: 2007.

- "Focus: February 2008 –N°180". World Federation of Exchanges. Paris: 2008.

- "Focus: March 2008 –N°181". World Federation of Exchanges. Paris: 2008.

❖ Reportes de Entidades Gubernamentales de Brasil:

- Ministry of Social Security. "Brazilian Social Security Overview". http://www.previdenciasocial.gov.br/arquivos/office/3_081014-104020-889.pdf. Acceso 7 de Abril de 2008.

- Ministério de Fazenda, Gabinete do Ministro. "DOU edição n°165". http://www.fazenda.gov.br/ Acceso 8 de Abril de 2008.

Universidad de SanAndrés

❖ Reportes de Entidades Indpependientes:

- Uqbar. "The Brazilian Securitization Market: A Primer. http://www.vinodkothari.com/BrazilSecPrimer_Apr07.pdf. Acceso 5 de Abril de 2008.

- Uqbar. "Brazilian Real Estate Finance and Securitization. Year in review 2009". http://uqbar.com.br/site/Home.html#yearinreview. Acceso 20 de Mayo de 2009.

- Heritage Foundation. Index of Economic Freedom. http://www.heritage.org/Index/.

- Standard & Poor's. "BRIC Markets: Investment Rationale, Risks and Access Options". http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/062207_BRIC-Investing-Report.pdf. Acceso 24 de Mayo de 2008.

❖ Principales Portales Web consultados:

- Entidades gubernamentales de Brasil:

http://www.ibge.gov.br

http://www.susep.gov.br

http://www.portaldoinvestidor.gov.br

- Entidades del mercado de Brasil:

http://www.homebroker.com.br

http://www.bovespa.com.br

http://www.camaradomercado.com.br

- Entidades Independientes:

http://www.oxfordmetrica.com

http://www.heritage.org/Index/

http://www.fitchratings.com.br

http://www.emta.org/

http://www.comoinvestir.com.br

http://www.camaradomercado.com.br

http://www.internetworldstats.com

QUAERERE VERUM
Universidad de SanAndrés

6.0 **Anexos:**

6.1 **Anexo I**: Plan Maestro del Mercado de Capitales

A continuación se exhibe un fragmento del documento original preparado por el Instituto Brasileño del Mercado de Capitales (IBMEC): el "Plan Maestro del Mercado de Capitales", exponiendo las acciones específicas del plan por tema, en su idioma original.

Plano Diretor Ação nº	
	1. Política Macro-Econômica
1	**1.1.** Incorporação do plano diretor aos planos governamentais
3	**1.2**. Redução da taxa de juros: ajuste fiscal do setor público e diminuição da vulnerabilidade externa
4	**1.3**. Formação da poupança interna de longo prazo. Reforma previdenciária e novos instrumentos de poupança previdenciária
5	**1.4.** Reforma tributária : redução de alíquota e ampliação da base de contribuintes
9	**1.5**. Tributação no mercado de capitais – tributação da poupança previdenciária e das transações no mercado de capitais
	2. Ações voltada para empresas
7	**2.1**. Acesso ao mercado de maior número possível de empresas do setor produtivo: empresas emergentes, redução de custo para o acesso ao mercado, uso de securitização por parte de empresas de capital fechado
	3. Ações voltadas para os investidores
6	**3.1.** Promoção e difusão do acesso ao mercado de capitais: venda pulverizada e aplicação de fundos de poupança compulsória (FGTS, ...) em valores mobiliários
8	**3.2.** Proteção ao investidor: individual e institucional, práticas de transparência, governança e garantia de obediência
10	**3.3.** Programas de educação do investidor
	4. Ações voltadas para os Agentes de Mercado
2	**4.1.** Papel central na mobilização e alocação de recursos dos agentes de mercado: bolsas, bancos, corretoras, administradoras de recursos, analistas, investidores institucionais
10	**4.2.** Programas de educação dos agentes de mercado – certificação
	5. Regulação e Auto-Regulação
11	**5.1.** Fortalecimento das agências reguladoras do mercado: CVM, SPC, SUSEP
	6. Mobilização: sensibilização e divulgação
	6.1. Reverter a imagem negativa do mercado de capitais junto aos formadores de opinião da sociedade: executivo, legislativo, judiciário, entidades da classe empresarial, sindicato dos trabalhadores, mídia em geral
12	**6.2.** Organização de um Fórum Permanente do Mercado de Capitais: Comitê Coordenador

Plano Diretor Ação nº	
	1. Política Macro-Econômica
1	**1.1.** Inserção do Desenvolvimento do Mercado de Capitais no conjunto de ações prioritárias do governo
2	**1.2.** Participar e opinar sobre o Programa de Desenvolvimento Industrial
3	**1.3.** Reformas da Previdência e Tributária
7	**1.4.** Fundos de pensão para servidores públicos (Federal, Estadual e Municipal)
	1.5. Projeto da nova lei de falências (projeto lei 4376/93)
13	**1.6.** Projeto de lei (3741) sobre demonstrações financeiras
19	**1.7.** Criação de varas de justiça especializadas em matérias de interesse do mercado de capitais
20	**1.8.** Centralização da regulamentação e fiscalização dos fundos de investimento em um único órgão. Reunir SUSEP e SPC numa só agência Projeto da Agência Reguladora do Mercado de Capitais
23	**1.9.** Redução de taxas de registro de emissão da CVM
31	**1.10.** Eliminar CPMF nas negociações dos certificados da securitização de recebíveis, para viabilizar o desenvolvimento desse mercado
	1.11. Tributação diferenciada para fundos de curto e longo prazo, visando o desenvolvimento de títulos da dívida privada
39	**1.12.** Modificar as regras do FGTS de forma a que o trabalhador possa ter sua poupança compulsória geridas nos moldes do 401 K americano
40	**1.13.** Legislação que incentive a distribuição de ações de uma empresa para seus funcionários
41	**1.14.** Venda pulverizada de ações no processo de privatização, autorizando a utilização de recursos do FGTS, e leilão de 25% do lote nas bolsas de valores
50	**1.15.** Adotar o critério de isonomia competitiva na tributação do mercado de capitais brasileiro, alterando-se a tributação dos fundos de pensão aberto e fechados. Eliminação da CPMF
	2. Ações voltadas para empresas
16	**2.1.** Criação de um Programa de Governança Corporativa para empresas estatais
17 e 15	**2.2.** Incentivar as empresas a aderirem ao Novo Mercado
28	**2.3.** Incentivar fundos de investimento em empresas

Plano Diretor Ação nº	
36	**2.4.** Incentivar o programa de BDRs pelas multinacionais instaladas no Brasil
38	**2.5.** Incentivar a emissão de debêntures de baixo valor unitário para venda direta ao público investidor
42	**2.6.** Venda de participações minoritárias ao público, inclusive com a utilização do FGTS
45	**2.7.** Criar um programa de capacitação empresarial para utilização do FGTS
25	**2.8.** Regras de registro e negociação simplificadas para empresas de menor porte
26	**2.9.** Reduzir custo de publicação para as cias abertas
27	**2.10.** Criar escrituras simplificadas e padronizadas para debêntures
	3. Ações voltadas para investidores
37	**3.1.** Estimular a participação de pequenos investidores no mercado de títulos da dívida privada
43	**3.2.** Apoiar a criação da Escola Nacional de Investidores, bem como a formação de Clubes de Investimento
46	**3.3.** Publicar um livro como investir no mercado de capitais
	4. Ações voltadas para agentes do mercado
21	**4.1.** Unificar sistemas de liquidação e negociação de ativos em bolsa
30	**4.2.** Incentivar a criação de fundos que invistam em empresas socialmente responsáveis
33	**4.3.** Criar fundos mútuos de classe diferenciada de risco
43	**4.4.** Apoiar a criação da Escola Nacional de Investidores, bem como a Formação de Clubes de Investimento
	4.5. Fazer "road show" anual nos EUA e Europa para divulgação de empresas em bolsa
8	**4.6.** Adoção de práticas de governança corporativa pelos agentes de mercado: bolsas, bancos, sociedades corretoras, administradores de recursos, investidores institucionais
10	**4.7.** Incorporação da análise e avaliação da governança corporativa nas recomendações de investimentos pelos analistas
22	**4.8.** Regulamentar a atividade do "market-maker"
24	**4.9.** Alterações nas regras de constituição dos sindicatos para novas emissões
34	**4.10.** Revisar a regulamentação das corretoras

Plano Diretor Ação nº	
	5. Regulação e Auto-Regulação
8	**5.1.** Projetos de auto – regulação para as entidades representativas dos agentes de mercado
11	**5.2.** Apoio da CVM ao programa de certificação para analistas da Abamec
12	**5.3.** Avançar na regulação e auto – regulação visando maior proteção ao acionista minoritário
14	**5.4.** Aperfeiçoamento de códigos de auto – regulação a serem adotados pelos gestores dos planos de previdência e fundos mútuos de investimento
15	**5.5.** Adoção pelas empresas de Códigos de Governança Corporativa nos moldes do Novo Mercado
18	**5.6.** Fortalecer a CVM
22	**5.7.** Regulamentar a atividade do "market – maker"
	5.8. Alteração nas regras da constituição de sindicatos para novas emissões
	5.9. Regras de registro e negociação simplificadas para empresas de menor porte
25	**5.10.** Reduzir custos de publicação para as cias abertas
27	**5.11.** Criar escrituras simplificadas e padronizadas de debêntures
29	**5.12.** Registro de emissão simplificada de títulos e valores mobiliários para colocação junto a investidores qualificados
34	**5.13.** Revisar a regulamentação das corretoras
35	**5.14.** Regulamentar e incentivar a atuação de fundos de "private equity" e "venture capital"
44	**5.15.** Criação da cadeira do mercado de capitais no curriculum das universidades e ensinos médios e profissionalizantes
	6. Ações de Mobilização: sensibilização e divulgação
1	**6.1.** Comitê Coordenador promoverá reuniões (workshops) com candidatos a presidência da República, poderes legislativo, judiciário e executivo
4	**6.2.** Constituição do Forum Permanente do Mercado de Capitais
	6.3. Apoio de organismos multilaterais para financiar projetos de desenvolvimento do mercado de capitais
6	**6.4.** Buscar apoio de outros segmentos da sociedade para a reforma tributária
46	**6.5.** Publicar um livro sobre como investir no mercado de capitais

6.2 **Anexo II**: Condiciones institucionales y macroeconómicas esenciales

En este anexo se resume la base principal de la cual se desprenden los factores centrales que definen a los mercados de capitales desarrollados –seguridad, transparencia y liquidez-, y por ende en los cuales debe enfocarse el esfuerzo para que el mercado crezca.

De acuerdo a Stallings y Studart (2006), la expansión y el desarrollo perdurable de los mercados de capitales requiere de cuatro condiciones institucionales y macroeconómicas esenciales:

- Estabilidad relativa en los precios para estimular la tenencia de largo plazo de los activos y la emisión de valores.
- Existencia de ahorristas de largo plazo en la forma de inversionistas particulares y, sobre todo, de inversionistas institucionales.
- Liquidez en los mercados secundarios, para lo cual es necesario que haya una gran cantidad de creadores de mercado o de especuladores.
- Protección de los derechos de propiedad, en este caso de los derechos de los accionistas.

Es necesario explicar que la utilización de tres factores, en lugar de los cuatro recién enunciados, se encuentra justificada en establecer una mayor diferenciación entre cada uno, evitando la redundancia en el desarrollo de los mismos.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

6.3 **Anexo III**: Objetivos del COPOM

En el siguiente cuadro puede apreciarse la serie de objetivos establecidos por el Comité de Política Monetaria de Brasil, para el período 1999-2010

BANCO CENTRAL DO BRASIL

Inflation Targeting in Brazil

Year	Regulation	Date	Target (%)	Tolerance Intervals (p.p.)	Upper and Lower Limits (%)	Actual Inflation (IPCA, % p.a.)
1999			8	2	6-10	8.94
2000	Resolution 2,615	6/30/1999	6	2	4-8	5.97
2001			4	2	2-6	7.67
2002	Resolution 2,744	6/28/2000	3.5	2	1.5-5.5	12.53
2003 [1/]	Resolution 2,842	6/28/2001	3.25	2	1.25-5.25	
	Resolution 2,972	6/27/2002	4	2.5	1.5-6.5	9.30
2004 [1/]	Resolution 2,972	6/27/2002	3.75	2.5	1.25-6.25	
	Resolution 3,108	6/25/2003	5.5	2.5	3-8	7.60
2005	Resolution 3,108	6/25/2003	4.5	2.5	2-7	5.69
2006	Resolution 3,210	6/30/2004	4.5	2	2.5-6.5	3.14
2007	Resolution 3,291	6/23/2005	4.5	2	2.5-6.5	4.46
2008	Resolution 3,378	6/29/2006	4.5	2	2.5-6.5	5.90
2009	Resolution 3,463	6/26/2007	4.5	2	2.5-6.5	
2010	Resolution 3,584	1/7/2008	4.5	2	2.5-6.5	

[1/] The Open Letter, of 1/21/2003, adjusted the targets to 8.5% for 2003 and 5.5% for 2004.

Fuente: Banco Central de Brasil –información portal web

SanAndrés

6.4 **Anexo IV**: Transparencia en el mercado de renta fija

A continuación se detallan los mecanismos para preservar la transparencia de la información en la operatoria de títulos de renta fija, en el mercado OTC de Brasil (ANDIMA, 2008):

Transparency in the Brazilian Fixed-Income Market
Information Availability in the Over-the-Counter Market

	Pre-Trade Information	Post-Trade Information	Benchmarks/ Other Indicators
TODAY	- Quotes made available on trading platforms (CetipNet, BovespaFix and Sisbex); BM&F trade screens; information report screens (Bloomberg, Reuters) – due to the absence of market makers it is generally a question of indicative quotes and not firm proposals. Bloomberg Terminal ⇨ MRKT <go> ⇨ n°19 Títulos Públicos ⇨ n° 8 Brasil. Reuters Terminal ⇨ BR/DEBT ⇨ várias opções - Quotes provided by institutions to their customers (exclusively) – in liquid markets and upon request only; - Synthetic prices prepared and reported by ANDIMA at the end of the day, referring to the secondary government bond market (96 maturities) and debentures (48 maturities). www.andima.com.br ⇨ Technical Information.	- Mandatory registration of all operations with securities at SELIC (government bonds) and CETIP (private) systems: Information released on the following business day, without identifying the parties, containing minimum, average and maximum prices on each maturity, separated in total and extra-group (SELIC) and total amounts by maturity. www.cetip.com.br ⇨ Informativo Diário. www.selichml.rtm ⇨ Consultas. - Trade results reported on online electronic platforms – still correspond to a very little significant portion of the market. www.bmf.com.br ⇨ Boletim ⇨ Cotações e Volumes ⇨ Sisbex.	- SELIC Rate (average rate practiced in overnight repo operations, with securities with SELIC or BMA used as guarantee). www.bcb.gov.br ⇨ Economia e Finanças ⇨ SELIC – Mercado de Títulos Públicos. - DI Rate (average interbank financing rate of one-business day term executed on CETIP). www.cetip.com.br. - Interest rate forward structure, based on synthetic prices (ANDIMA) and on DI swap curve rate x fixed rate (BM&F). www.andima.com.br ⇨ Informações Técnicas ⇨ Títulos Públicos ⇨ Mercado Secundário ⇨ Estrutura a Termo. www.bmf.com.br ⇨ boletim ⇨ indicadores ðtaxas referenciais - IMA rate family – released by ANDIMA: index representative of government bonds technical portfolio weighted by market amounts of each class of title (except exchange) and sub-indexes referring to each class separately – IRFM (fixed rate); IMA-B (IPCA); IMA-C (IGP-M) and IMA-S (SELIC Rate). www.andima.com.br ⇨ Informações Técnicas ⇨ Títulos Públicos ⇨ IMA.
NEW PROPOSALS	- Gathering and reporting of buy and sell quotes, more than once a day, obtained from specialist dealers (for a set of selected securities by the Treasuries) and financial brokers.	- The creation of a capture and report system of trades recorded at SELIC (government bonds), without identifying the parties, by trading and timely, organization by type of commoditized trade size, maturity, indexer, etc. www.selichml.rtm ⇨ Consultas. www.bcb.gov.br ⇨ Economia e Finanças ⇨ SELIC – Mercado de Títulos Públicos. - Extension of partnership to CETIP system (private securities) and to Sisbex (BM&F).	-- Assembly of an "environment" that allows the consolidated report of pre and post-trade prices, accompanied by other statistics and information to assist the user in interpreting the available information. - The construction of a monitoring tool of executable price behavior throughout the day. - Follow-up/analysis of registered prices at SELIC and CETIP by ANDIMA's Operational and Ethics Committee.

Prepared by: ANDIMA

6.5 **Anexo V**: Recomendaciones G-30

En el siguiente extracto pueden apreciarse las veinte recomendaciones realizadas por el G-30 en un informe en 2003, estableciendo estándares más altos para el funcionamiento de los sistemas de liquidación y compensación internacionales:

Summary of Recommendations

THE REPORT'S TWENTY RECOMMENDATIONS

CREATING A STRENGTHENED, INTEROPERABLE GLOBAL NETWORK

1. Eliminate paper and automate communication, data capture, and enrichment.
2. Harmonize messaging standards and communication protocols.
3. Develop and implement reference data standards.
4. Synchronize timing between different clearing and settlement systems and associated payment and foreign-exchange systems.
5. Automate and standardize institutional trade matching.
6. Expand the use of central counterparties.
7. Permit securities lending and borrowing to expedite settlement.
8. Automate and standardize asset servicing processes, including corporate actions, tax relief arrangements, and restrictions on foreign ownership.

MITIGATING RISK

9. Ensure the financial integrity of providers of clearing and settlement services.
10. Reinforce the risk management practices of users of clearing and settlement service providers.
11. Ensure final, simultaneous transfer and availability of assets.
12. Ensure effective business continuity and disaster recovery planning.
13. Address the possibility of failure of a systemically important institution.
14. Strengthen assessment of the enforceability of contracts.
15. Advance legal certainty over rights to securities, cash, or collateral.
16. Recognize and support improved valuation and closeout netting arrangements.

IMPROVING GOVERNANCE

17. Ensure appointment of appropriately experienced and senior board members.
18. Promote fair access to securities clearing and settlement networks.
19. Ensure equitable and effective attention to stakeholders' interests.
20. Encourage consistent regulation and oversight of securities clearing and settlement service providers.

Fuente: G-30

6.6 **Anexo VI**: Segmentos especiales de la BM&F Bovespa

En el cuadro se exhiben los requerimientos impuestos por la bolsa de comercio de Brasil, para ingresar a los segmentos especiales de gobierno corporativo:

	Bovespa Mais	Novo Mercado	Nivel 2	Nivel 1	Tradicional
Free float	25% mínimo	25% mínimo	25% mínimo	25% mínimo	N/A
Emisión de acciones	Ordinarias solamente; permite existencia previa de preferidas	Ordinarias solamente	Permite existencia de ordinarias y preferidas	Permite existencia de ordinarias y preferidas	Permite existencia de ordinarias y preferidas
Directorio	Mínimo 3 miembros	Mínimo 5 miembros; 20% independiente	Mínimo 5 miembros; 20% independiente	Mínimo 3 miembros	Mínimo 3 miembros
Normas de reporte	Facultativo	US GAAP ó IFRS	US GAAP ó IFRS	Facultativo	Facultativo
Derechos de *tag-along*	100% para acciones ordinarias	100% para acciones ordinarias	100% para acciones ordinarias; 80% para preferidas	80% para acciones ordinarias	80% para acciones ordinarias
Adhesión a la CAM	Obligatoria	Obligatoria	Obligatoria	Facultativo	Facultativo

Fuente: BM&F Bovespa –información portal web

6.7 **Anexo VII**: Casos de des-mutualización

En el cuadro se exhiben los principales casos de des-mutualización, seguidos por la apertura del capital accionario en bolsas de comercio:

Bolsa de Comercio	Fecha de des-mutualización	Fecha de apertura de capital
Athens Stock Exchange	1999	2000
Australian Stock Exchange	1998	1998
Bursa Malaysia Bhd.	2004	2005
Deutsche Borse AG	2001	2001
Euronext	2001	2001
Hong Kong Exchanges & Clearing	2000	2000
London Stock Exchange	2000	2001
Philippine Stock Exchange	2000	2003
Singapore Exchange	2001	2000
TSX Toronto Stock Exchange	1999	2002

Fuente: IOSCO, EMC WG2 Surveys

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés