



El desarrollo de los mercados de valores en América Latina. Boletín Internacional de junio de 2020.

La OCDE ha publicado un documento denominado *“Equity market development in Latin America”*, en el que examina la problemática y la situación particular de los mercados de acciones en seis países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). El informe incorpora algunas Recomendaciones para dinamizar estos mercados y facilitar el acceso a la financiación por parte de las compañías que tengan la voluntad de cotizar en los mercados de capitales.

El documento se ha basado en el estudio del marco normativo e institucional así como en el diálogo con los actores más importantes (firmas de inversión, expertos, reguladores e inversores). El trabajo del grupo encargado de la redacción del informe refleja la importancia del desarrollo de los mercados de acciones para afianzar el crecimiento económico y el acceso a los mercados de capitales de la región.

El informe refleja las limitaciones de la excesiva dependencia de la financiación bancaria y resalta la importancia de incrementar la financiación a través de los mercados de capitales.

Además, este documento señala que el marco institucional y la estabilidad macroeconómica son esenciales para facilitar el desarrollo de los mercados de capitales. Menciona expresamente que las compañías no cotizadas perciben que los costes para obtener el status de sociedades cotizadas son elevadísimos. El informe incide en los distintos obstáculos que han identificado, como son la elevada cuantía de los costes de los honorarios, las comisiones de los bancos de inversión, así como las cuantiosas tasas que tienen que abonar por las denominadas Ofertas Públicas de Venta (IPSS, por sus siglas en inglés).

El coste de sufragar los denominados requisitos de cumplimiento o (en inglés, *“compliance”*) es otro obstáculo para el fortalecimiento de los mercados de capitales.

Otra deficiencia identificada responde a la escasa liquidez existente, motivada por las siguientes razones:

- a) Elevada concentración de la propiedad y excesiva presencia de los denominados grupos de compañías o conglomerados.
- b) Existencia de otras formas posibles de financiación, como las subvenciones y los programas de ayudas estatales.
- c) El doble rol de la financiación bancaria (como prestamista y como aseguradora de las emisiones de bonos y acciones), lo que otorga a las entidades financieras una posición de dominio cuasi-monopolístico.

El informe señala como un elemento positivo la existencia de iniciativas para incrementar la liquidez, como el mercado integrado Latinoamericano, denominado MILA. Sin embargo, todavía no se han consolidado como se esperaba y no se han obtenido los resultados esperados.

Los emisores de la región prefieren continuar cotizando y operando en sus mercados domésticos al no identificar ventajas adicionales por el hecho de cotizar en el mercado integrado Latinoamericano (MILA).

El informe identifica las siguientes medidas para mejorar el funcionamiento del mercado de acciones:

- Una divulgación adecuada de la estructura de funcionamiento de los mercados financieros regionales y de sus principales actores (bancos de inversión, despachos de abogados...).
- Una supervisión adecuada de los requisitos de gobierno corporativo.
- Una graduación de los requisitos de transparencia para equilibrar la confianza de los inversores con los costes del cumplimiento de los requisitos de transparencia.
- La conveniencia de reducir la dependencia de la financiación bancaria e incrementar la financiación a través de los mercados de capitales.

Otro lado, el informe identifica también la relación existente entre la financiación a través de acciones y la innovación y la productividad. Las pequeñas y medianas empresas han identificado especiales dificultades para financiarse a través de los préstamos bancarios. Especialmente, las compañías *start-up* y las relacionadas con las actividades *e-commerce* manifiestan dificultades significativas para acceder a la financiación reseñada.

Otro aspecto reseñable es que las compañías que han efectuado una salida a bolsa (IPO, *Initial Public Offering*) encuentran mayores facilidades para obtener financiación, a través de la emisión subsiguiente de bonos corporativos y de su colocación en los mercados, que las que no han seguido la misma hoja de ruta.

Otro problema identificado es la existencia de importantes inversores foráneos que recelan de esta región como destino de sus inversiones.

El Comité de Expertos (*Round Table*), que ha monitorizado la redacción del presente informe, sugiere que el incremento de los estándares de gobierno corporativo puede solucionar, al menos parcialmente, la problemática en torno a la valoración razonable de las compañías, así como el incremento del atractivo de los inversores hacia las compañías de la región.

Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE del año 2015 sugerían la importancia de desarrollar un efectivo sistema de gobierno corporativo para sostener de manera continuada un equilibrado desarrollo de los mercados de capitales.

El mercado MILA, del que forman parte Chile, Colombia, México y Perú, está desarrollando una plataforma común de contratación. Argentina y Brasil están también desarrollando un interés particular en colaborar activamente, especialmente en relación con el denominado "*fund passport*" cuyos destinatarios son los fondos de inversión (*mutual funds*). Es un mecanismo con gran paralelismo al denominado pasaporte comunitario existente en la Unión Europea.

El mercado Latinoamericano, tal y como se ha mencionado anteriormente, se caracteriza por un alto nivel de concentración de la propiedad así como por la existencia de conglomerados financieros de gran tamaño. Esto tiene como consecuencia bajos niveles de "*free float*". La baja liquidez tiene también indeseadas consecuencias sobre el proceso de formación de precios. Actualmente, en Latinoamérica se viene observando un ligero aumento de los niveles de liquidez.

Otro elemento determinante de la baja liquidez en la región es que muchas compañías están cotizando simultáneamente en distintos mercados, como los europeos y norteamericanos.

El porcentaje de *trading* en los mercados domésticos oscila entre el 55% y el 70%, mientras que en Argentina la negociación doméstica representa únicamente el 18% del volumen de contratación existente.

El capital captado a través de operaciones corporativas en los mercados secundarios (ofertas públicas de venta u OPS) supera en un triple el capital alcanzado a través de salidas iniciales a bolsa (IPOs) en el período comprendido desde el año 2000 hasta la actualidad. Esta tendencia desde el año 2017 ha decrecido y el gap entre ambas fuentes de financiación se ha reducido ostensiblemente.

El fenómeno de la baja liquidez en la mayoría de estos países se fundamenta también en una elevada concentración de la propiedad en manos de pocos inversores. Hay un número reducido de compañías incluidas en los índices locales. En EEUU y el Reino Unido el fenómeno de la concentración de la propiedad también se produce, especialmente en manos de grandes inversores institucionales.

En Chile el 70% de las compañías cotizadas no financieras son parte de grupos de compañías con un accionista de control, en Argentina ocho de las diez compañías más grandes tienen un accionista de control y en Colombia los accionistas de control tienen más de las dos terceras partes del accionariado de las grandes compañías.

El informe incide constantemente en que los mercados financieros juegan un papel muy relevante para permitir a los inversores (compañías de seguros, bancos de inversión y gestores de carteras) colocar sus recursos financieros a través de intermediarios financieros (bancos de inversión y gestores de carteras). La búsqueda de financiación para determinados proyectos es el objetivo final.

El informe incide en que existe una correlación entre crecimiento y financiación. Los mercados financieros pueden ser una fuente de inestabilidad y de riesgo sistémico. El adecuado equilibrio entre los creadores de mercado y las acciones de supervisión y regulación es uno de los retos más importantes, no solo en esta área geográfica sino en todos los mercados desarrollados.

Se han identificado, aparte de los mencionados anteriormente, tres factores adicionales para el desarrollo de los mercados financieros de la región:

- a) El marco institucional que debe proteger a los inversores y a los derechos de los acreedores.
- b) La estabilidad macroeconómica.
- c) Unas infraestructuras de mercados que aseguren la transparencia, la eficiencia y la seguridad en la ejecución de las operaciones.

El informe identifica los siguientes obstáculos para la consecución de dicho objetivo final:

- Control extranjero de cambios, especialmente a los inversores extranjeros en Argentina.
- Reticencia de las compañías a cotizar, especialmente en mercados pequeños con bajos volúmenes de contratación.
- Excesivos requisitos de transparencia (disclosure), lo que les posiciona en desventaja competitiva en relación a las compañías no cotizadas.
- Problemática de las empresas familiares, en las que los fundadores no quieren perder el control de las compañías
- Problemática en torno al tamaño de las pequeñas compañías para poder atraer a los inversores.

El impacto de las criptomonedas y del blockchain, no está cuantificado, sin perjuicio de acentuar que el incremento de la competitividad entre los distintos intermediarios de mercados es siempre aconsejable.

El informe recomienda también la implementación o desarrollo de las siguientes cuestiones:

- La estabilidad macroeconómica y el sistema institucional son esenciales para favorecer el desarrollo de los mercados de valores.
- La captación de financiación se debe complementar con otras formas de captación, como el crowdfunding así como con un rol más activo de los inversores, a través del capital riesgo y de las denominadas colocaciones privadas “private placements”.
- Promoción de una cultura financiera, especialmente en lo relativo a la denominada “ capital market culture”.
- La necesidad de incrementar elementos cualitativos (como la profesionalización, la disciplina de mercado, la credibilidad y la reputación).
- Las compañías no cotizadas adolecen de cierta opacidad para cumplir con los requisitos que demanda el status de sociedad cotizada, por lo que la transparencia debe ser reforzada.

- Superar ciertas barreras culturales por parte de las compañías para poder acceder a los mercados de capitales.
- El fenómeno de deslistado que se produce también en esta área geográfica debe ser analizado.
- Las tasas que hay que abonar por las salidas iniciales a bolsa (SIPOs) se perciben elevadísimas, tanto por las compañías cotizadas como por las no cotizadas. Este fenómeno es general, menos en Chile donde no se ha detectado este problema. En Colombia se está prestando especial atención a esta materia. Una aproximación proporcionada y flexible sería aconsejable. El tamaño de las compañías debe ser tomado en consideración.
- Los parámetros de gobierno corporativo se consideran, en principio, aceptables por parte de los participantes en los mercados de valores y su supervisión no debe ser abandonada.
- El problema existente en torno a la baja liquidez existente, especialmente en el supuesto de las compañías argentinas. El fenómeno del doble listado acentúa la problemática. Asimismo, la elevada concentración de la propiedad y el papel determinante de los grupos de compañías en toda la región agudiza la problemática.
- Mejora del tratamiento de los posibles conflictos de interés de las entidades financieras, en su doble papel de prestamistas directos y de aseguradores de bonos y acciones.
- Se debe incrementar el atractivo del mercado integrado denominado MILA y hacer un esfuerzo para la armonización en la regulación de los distintos países miembros así como incentivar el atractivo para atraer nuevos inversores a este mercado integrado.
- Se debe resaltar el papel de los inversores institucionales en las inversiones a medio y largo plazo.
- Se debe fomentar una mejor comprensión del modelo de negocio de las bolsas de valores y de los demás mercados secundarios de valores. Las bolsas de valores desempeñan un papel esencial en las cuestiones relativas a liquidez (trading), compensación y liquidación de valores así como en la supervisión de las transacciones bursátiles.
- Conveniencia de un desarrollo adecuado de los mercados de derivados de los servicios de ETFs y de IT.
- La problemática en torno a la supervisión de las actividades transfronteriza debe ser afrontada y desarrollada.

Finalmente, el Informe señala la íntima correlación entre la transparencia y la confianza de los inversores.

Enlace de interés:

[Equity Market Development in Latin America. Enhancing Access to Corporate Finance](#)