

DESAFÍOS DEL MERCADO PERUANO EN EL MILA

Campos Marín; Olga Danitza

Revoredo Mendieta; Lilia Alexandra

ALACDE - 2017

RESUMEN

Durante los primeros años del nuevo siglo, y en una coyuntura de consolidación de los procesos de globalización e internacionalización por el que atraviesan los mercados en general, se ha venido produciendo una tendencia hacia la integración de las bolsas de valores.

Así, algunas bolsas se han vuelto extremadamente atractivas debido a la preferencia de los inversionistas y emisores por mercados líquidos y profundos, convirtiéndose en amenazas para mercados aislados o de menor escala. En este contexto, en mayo de 2011 inició operaciones el denominado Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), conformado por la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima, así como sus respectivas depositarias de valores.

De la misma manera, en diciembre de 2014, la bolsa y depositaria de valores mexicana se incorporó oficialmente al MILA. Una integración óptima debe generar beneficios conjuntos a sus participantes, incrementando sus niveles de profundidad, permitiendo el acceso de nuevas empresas que saciaran sus necesidades de liquidez; y, alcanzar una mayor eficiencia en la determinación de precios.

Otro de los beneficios es la diversificación de los riesgos, con lo que se logra mejorar su competitividad y posicionamiento respecto de otros mercados. El propósito del presente trabajo es realizar un análisis técnico y normativo, mediante el cual se concluya si el MILA, desde su inicio de operaciones hasta el cierre del 2016, ha tenido un impacto positivo en el desarrollo del mercado de valores peruano, para ello se evaluarán la profundidad, acceso, eficiencia y estabilidad de la bolsa peruana, antes y después de la entrada del MILA, así como las fallas normativas que presenta y la normativa que debería desarrollarse para tales efectos.

Finalmente, en base a los resultados que se obtendrán, se propondrán las recomendaciones necesarias que consideramos, serán el nuevo motor de la bolsa peruana como partícipe del MILA.

METODOLOGIA Y PLAN

El desarrollo del presente trabajo será dividido en tres partes. En la primera parte, se realiza un análisis técnico del impacto del MILA en el mercado de valores peruano para ello se evaluarán la profundidad, acceso, eficiencia y estabilidad de la bolsa peruana, antes y después de la entrada del MILA.

A continuación, se analiza el marco normativo y las fallas que presentan los actuales reglamentos. Finalmente, se realizan propuestas que permitan al MILA ser un motor de la bolsa de valores peruana.

I. INTRODUCCIÓN

El 13 de marzo de 2008 las Bolsa de Valores de Lima (BVL) y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) suscribieron un acuerdo con el objeto de estudiar la posibilidad de integrar en una primera fase los mercados de renta variable en una plataforma transaccional electrónica bajo un modelo funcional único, replicado en cada bolsa participante y con un sistema de liquidación transfronterizo; y en una segunda fase incorporar otros mercados como el de renta fija y derivados.

En marzo de 2009, las bolsas invitaron a la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) a participar en el Proyecto de Integración. Así, el 30 de julio de 2009, la BCS fue vinculada formalmente al Proyecto solicitándosele comprometer a su depósito de valores. Como resultado, el 10 y 11 de agosto de 2009 las entidades indicadas y la Depositaria Central de Valores (DCV) de Chile se reunieron con el propósito de retomar el Proyecto e incorporar a Chile.

Con el objetivo de conformar un mercado único de renta variable para promover el desarrollo del mercado de capitales de los tres países, la BVC, BVL, BCS, Deceval, Cavali y DCV suscribieron un Acuerdo de Intención el 08 de septiembre de 2009.

Las ventajas potenciales que podrían obtenerse con la integración de los mercados de renta variable se potencializan por la distinta concentración por sector económico que tienen las bolsas involucradas (la BVC en hidrocarburos y sector financiero, la BVL en valores mineros y la BCS en el sector comercio y servicios). Por ello, el inversionista podría acceder a un mercado más amplio con mayor capacidad de diversificación de riesgo, el mercado integrado sería más atractivo para el inversionista extranjero y a su vez el emisor podría acceder a una fuente de financiamiento ampliada.

II. ANALISIS DEL IMPACTO DE MILA EN EL MERCADO DE VALORES

PERUANO

A. VARIABLES Y RATIOS UTILIZADOS

Para determinar el impacto del MILA en el desarrollo del mercado de valores peruano, se analizarán las cuatro principales características de las bolsas de valores, que son: profundidad, acceso, eficiencia y estabilidad. ello siguiendo la metodología desarrollada por el Banco Mundial en su estudio del desarrollo del sector financiero en mercados emergentes y en ciudades en vías de desarrollo.

1. PROFUNDIDAD (PR)

La profundidad busca medir el tamaño del mercado de valores, muchos autores utilizan como aproximación, la capitalización bursátil como porcentaje del PBI.

$$PR_0 = \frac{\text{CAP. BURSÁTIL}}{\text{PBI}} \times 100\%$$

Sin embargo, de acuerdo a (Cihák, Demirüç-Kunt, Feyen, & Levine, 2012) un mejor indicador de la profundidad es el ratio Monto negociado como porcentaje del PBI, el cual incorpora información sobre el tamaño y la actividad del mercado de capitales.

$$PR_1 = \frac{\text{MONTO NEGOCIADO}}{\text{PBI}} \times 100\%$$

Para el presente trabajo se utilizaran ambos ratios para la medida de la profundidad.

2. ACCESO (AC)

Este indicador busca medir el grado de acceso de pequeñas y nuevas empresas al mercado de valores.

Los ratios que se utilizarán para medir el acceso son: (i) El porcentaje de capitalización de las diez (10) empresas más grandes

respecto del total (AC_0); y, (ii) El porcentaje del monto negociado de las diez (10) empresas que tienen mayor negociación respecto del total (AC_1).

$$AC_0 = \frac{\text{CAP. BURSÁTIL}(\text{top 10})}{\text{CAP. BURSÁTIL}} \times 100\%$$

$$AC_1 = \frac{\text{MONTO NEGOCIADO}(\text{top 10})}{\text{MONTO NEGOCIADO}} \times 100\%$$

3. EFICIENCIA (Ef)

Al respecto existen muchas teorías, debido a que es uno de los temas más estudiados en el mundo y más controversiales también.

Para el presente trabajo, el ratio que medirá la eficiencia es la Liquidez. Asimismo, se entenderá como mercado eficiente aquel que es el más justo en la generación de precios, logrando que los participantes estén más dispuestos a comprar y vender, lo que se reflejará en una mayor liquidez.

Para medir la liquidez se utilizará como indicador el ratio de rotación del mercado (R_m), que es igual al valor total de las acciones negociadas durante un periodo dividido por la capitalización para el mismo periodo, ello teniendo en cuenta los estudios realizados por (Cihák, Demirüç-Kunt, Feyen, & Levine, 2012) y el (The World Bank, 2014).

Dicho índice indicaría que ha mayor rotación (mayor liquidez), más eficientes son los mercados.

$$Ef_0 = R_m = \frac{\text{MONTO NEGOCIADO}}{\text{CAP. BURSÁTIL promedio}} \times 100\%$$

4. ESTABILIDAD (ES)

Esta variable busca medir la estabilidad del mercado de valores, la variable proxy más usada es la volatilidad, que es un indicador de la

percepción del mercado y es definida como aquella que muestra la variabilidad de los mercados financieros respecto de su tendencia central.

Tener en cuenta que a mayor volatilidad más inestables son los mercados.

Para medir la volatilidad, en el presente trabajo se utiliza como medida la desviación estándar (S_x) de los rendimientos del índice del mercado.

$$S_x = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (x_t - \dot{x})^2}$$

Donde:

(S_x): Desviación estándar

n: Número de Observaciones.

x_t : Rentabilidad del índice del mercado, el cual será igual:

$$x_t = \frac{index_t - index_{t-1}}{index_{t-1}}$$

(\dot{x}): Media de las rentabilidades, que es igual:

$$\dot{x} = \sum_{t=1}^n \frac{x_t}{n}$$

Adicionalmente, (Cihák, Demirüç-Kunt, Feyen, & Levine, 2012) señalan que se puede usar como variable proxy la asimetría del retorno de las acciones.

La asimetría del retorno de las acciones, indica que a mayores retornos negativos de las acciones en el mercado bursátil, mayor asimetría negativa o asimétrica a la izquierda, el cual produce una menor estabilidad.

$$CA_x = \text{Coeficiente de asimetría}_x = \frac{1 \sum_{t=1}^n (x_t - \bar{x})^3}{n S_x^3}$$

Donde:

x: Rentabilidad del índice del mercado

\bar{x} : Media aritmética.

S_x : Desviación estándar.

Es importante señalar que toda distribución simétrica tiene coeficiente de asimetría igual a cero.

A continuación, en el cuadro N° 1 se muestra un resumen de las variables a ser estudiadas con los indicadores que se analizarán en el presente trabajo, es importante señalar que el presente estudio se enfoca solamente al mercado de renta variable (acciones) del mercado de valores peruano.

CUADRO N° 1: Matriz de las características del Mercado de Valores Peruano con sus respectivos indicadores.

CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE VALORES	INDICADORES
PROFUNDIDAD	<ul style="list-style-type: none"> • Capitalización bursátil / PBI • Monto negociado / PBI
ACCESO	<ul style="list-style-type: none"> • Porcentaje de capitalización bursátil excluyendo las 10 empresas más grandes • Porcentaje de monto negociado excluyendo las 10 empresas más grandes
EFICIENCIA	<ul style="list-style-type: none"> • Ratio de rotación del mercado
ESTABILIDAD	<ul style="list-style-type: none"> • Volatilidad • Asimetría del retorno del mercado

Fuente: Elaboración propia

B. ANÁLISIS Y DISCUSIÓN

Para el análisis de las variables y los ratios de cada una de ellas, se utilizaron los datos trimestrales, obtenidos del banco de datos del Banco Central de Reserva del Perú.

Asimismo, dado que existen valores atípicos, valores muy grandes y muy pequeños dentro de la muestra, que pueden conducir a obtener resultados engañosos en el análisis de las variables, se ha utilizado el método de winsorizing para suavizar la serie.

El método winsorizing consiste en reemplazar todos los valores por encima del 95th percentil por el 95th percentil y los valores por debajo del 5th percentil por el 5th percentil. Es así que tanto el 95 th y el 5th percentil vendrán hacer el valor máximo y mínimo de la serie.

Se ha escogido este método, debido a que no se pretende eliminar dichos outliers de la muestra, sino reemplazarlos por el 95th y el 5th percentil, con el propósito de mantener la información de la data inicial sobre todo cuando se analizan variables agregadas.

1.1. Profundidad (PR)

Para medir la profundidad del mercado de valores peruano antes y después de la entrada del MILA, se utilizaron (i) la capitalización bursátil como porcentaje del PBI (PR_0); y, (ii) el monto negociado como porcentaje del PBI (PR_1).

Tal como se observa en el Gráfico N° 1, si comparamos la media de Profundidad, medida como PR_0 , antes y después de la entrada del MILA¹, se aprecia que la media antes de la entrada del MILA superior a la media después de la entrada del MILA.

¹ A partir del 2do trimestre de 2011.

Por otro lado, la Profundidad medida como PR_1 , muestra resultados diferentes a los obtenidos con el PR_0 . La media aritmética de la profundidad medida como PR_1 después de la entrada del MILA es inferior a media aritmética antes de la entrada del MILA, como se observa en el Gráfico N°2.

Los resultados del análisis de la profundidad varían completamente si utilizamos uno u otro indicador (en base a la capitalización bursátil vs el monto negociado).

Esta diferencia se debe a que el mercado peruano es pequeño y con poca liquidez. Si bien la capitalización bursátil en promedio² es aproximadamente 2 veces mayor que el PBI, el monto negociado es en promedio³ apenas 0.04 veces que el PBI, ello afecta claramente el análisis de la profundidad.

Sin embargo, considerando las apreciaciones de (Cihák, Demirüç-Kunt, Feyen, & Levine, 2012), utilizaremos como indicador de la profundidad el "Monto Negociado como Porcentaje del PBI".

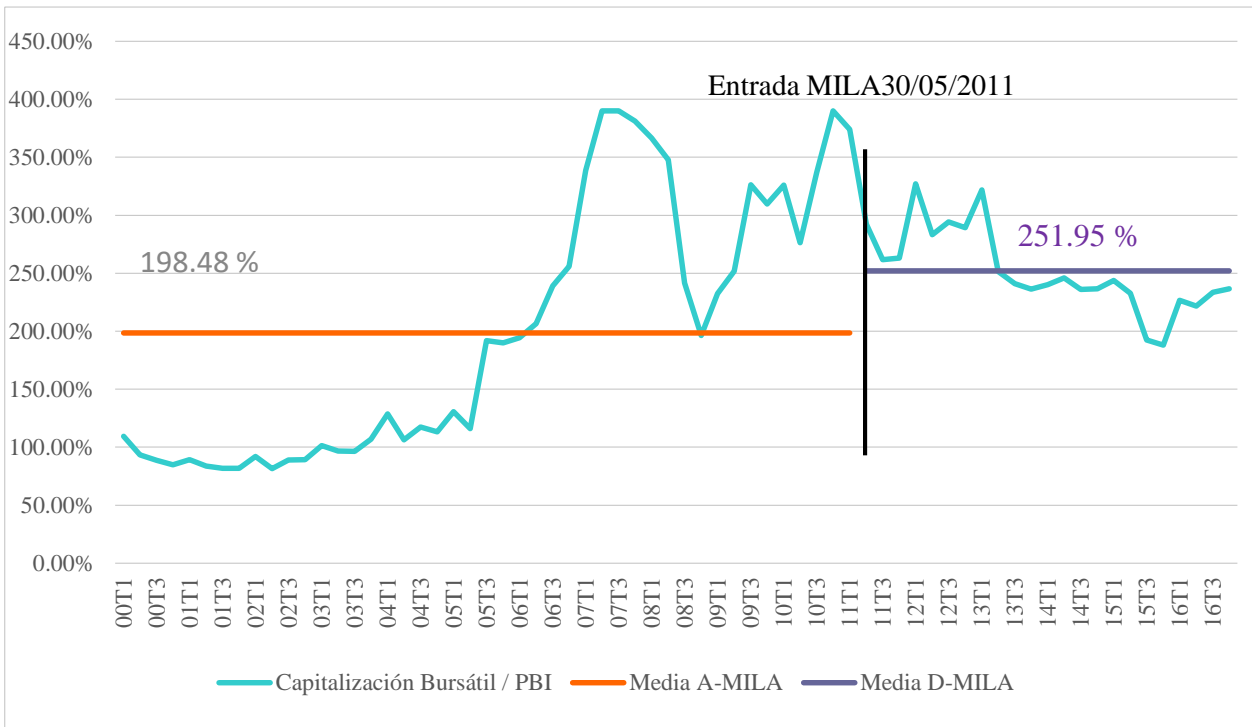
Siendo ellos así, el tamaño y actividad de la bolsa peruana (Profundidad) después de la entrada del MILA en promedio disminuyó. La causa de tal disminución puede ser por otras variables que no son motivo del presente trabajo.

Por tanto, se concluye que el impacto del MILA en la bolsa peruana, respecto a la profundidad no es significativa.

² Periodo de enero 2000 hasta dic 2016.

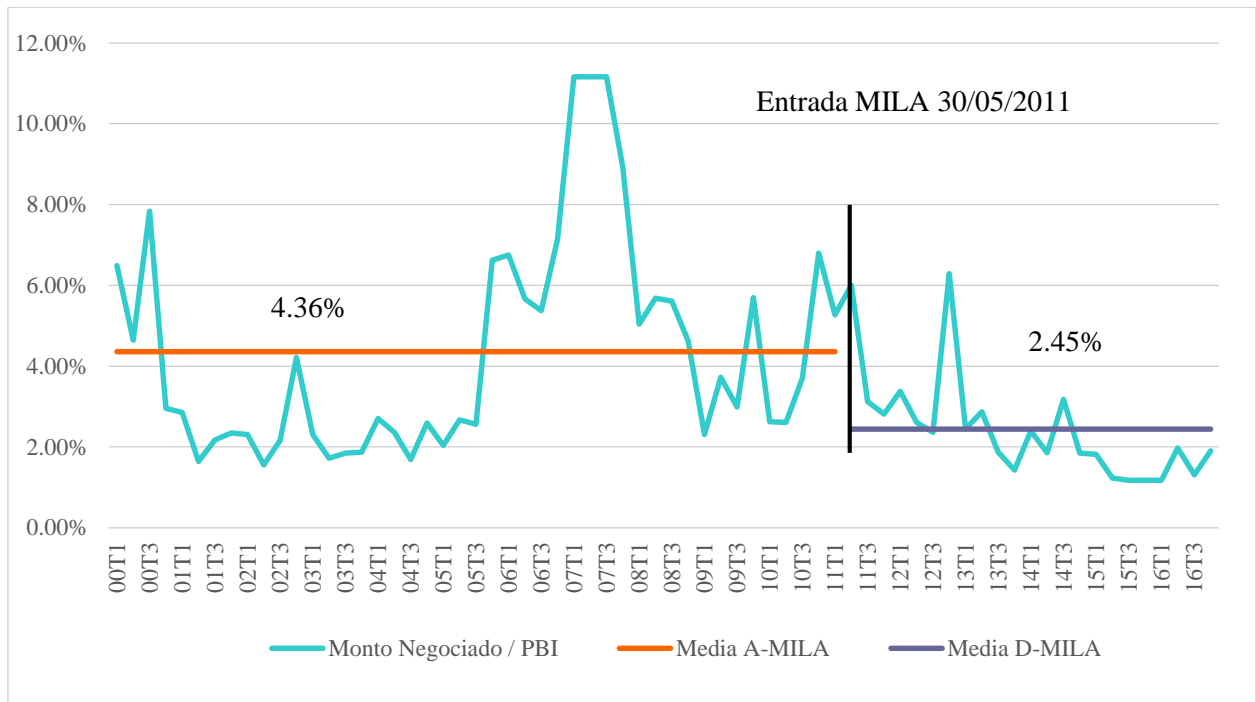
³ Periodo de enero 2000 hasta dic 2016.

Gráfico N° 1: Profundidad - Capitalización Bursátil / PBI



Fuente: BCRP, elaboración propia.

Gráfico N° 2: Profundidad - Monto Negociado / PBI



Fuente: BCRP, elaboración propia.

1.2. ACCESO (AC)

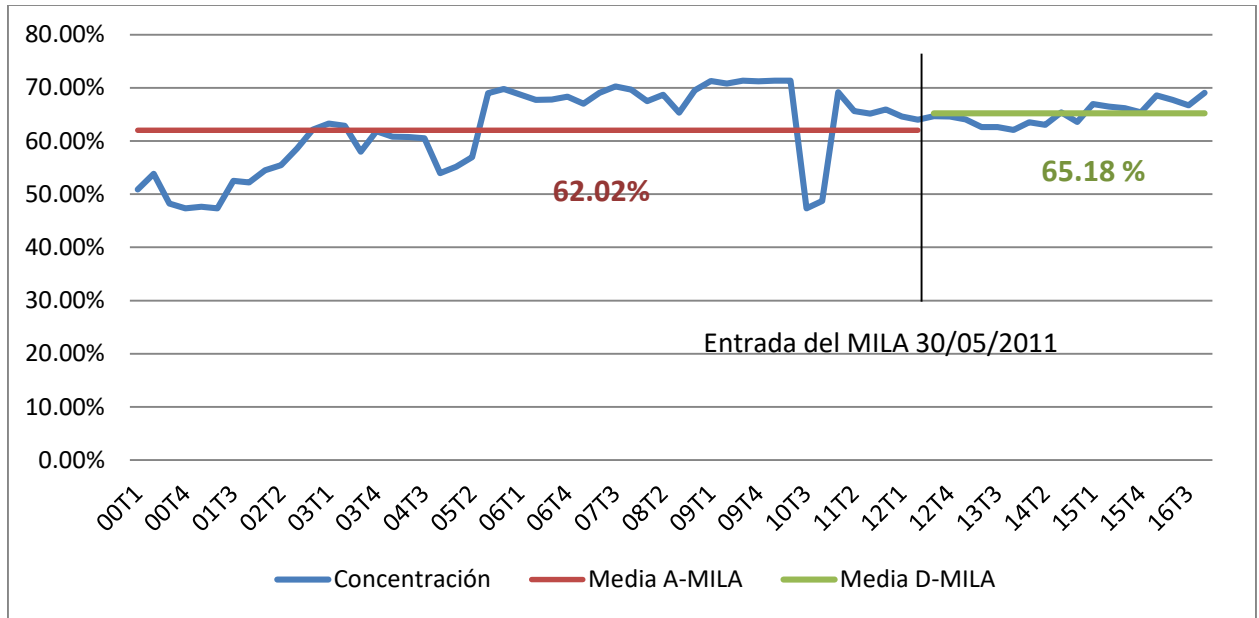
Para medir el grado de acceso de nuevas empresas al mercado de valores antes y después de la entrada del MILA, se utilizaron las medidas de concentración: (i) el porcentaje de capitalización de las diez (10) empresas más grandes respecto del total (AC_0); y, (ii) el porcentaje del monto negociado de las diez (10) empresas que tienen mayor negociación respecto del total (AC_1).

Si analizamos el (AC_0), en el Gráfico 3 se observa que existe una gran concentración del mercado antes y después del MILA, en promedio mayor al 60%; siendo la concentración después del MILA ligeramente superior.

Los mismos resultados se obtienen utilizando el ratio AC_1 , Tal como se observa en el Gráfico 4.

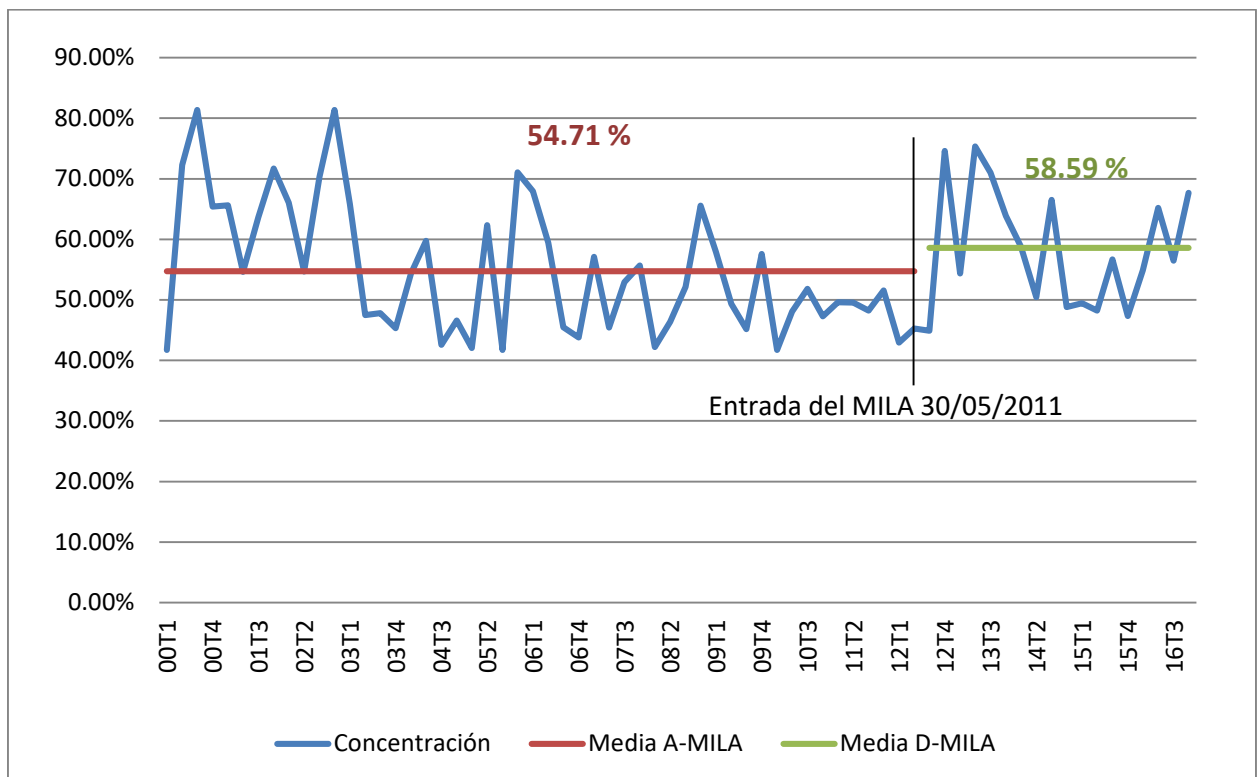
Por tanto, del análisis de los ratios podemos concluir que en el mercado de valores peruano existen dificultades para el acceso de pequeñas y nuevas firmas, dicha situación no ha mejorado con la entrada del MILA, aún existen pocos jugadores y grandes compañías.

**Gráfico N° 3: Concentración
Capitalización Bursátil Top 10 / Capitalización Bursátil total**



Fuente: BCRP, BVL, elaboración propia

Gráfico N° 4: Concentración
Monto Negociado Top 10 / Monto Negociado Total



Fuente: BCRP, BVL, elaboración propia.

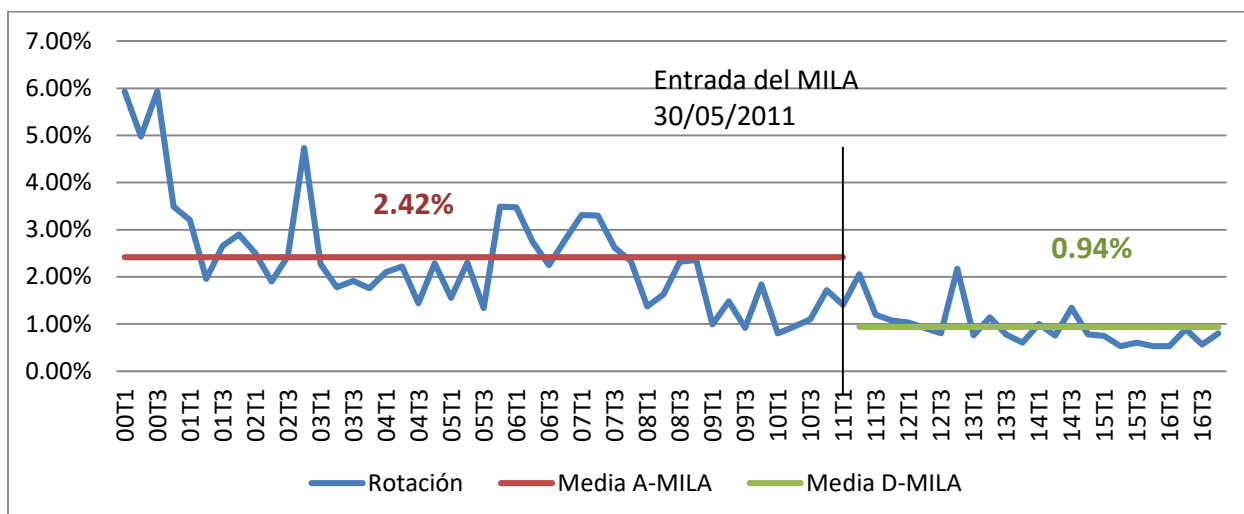
1.3. EFICIENCIA (Ef)

Para medir la eficiencia, entendida como la liquidez, de la bolsa peruana antes y después de la entrada del MILA se utilizó el ratio de Rotación de Mercado ((Rm) descrito previamente .

En el Gráfico 5 se observa que en general existe poca liquidez en la bolsa peruana, siendo la rotación promedio después de la entrada del MILA ligeramente menor que la rotación promedio antes de la entrada del MILA.

Por tanto podemos concluir que la bolsa de valores peruana sigue siendo ilíquida, es decir la eficiencia del mercado de valores peruano no ha mejorado a pesar de la entrada del MILA.

Gráfico N° 5: Ratio de Rotación de Mercado



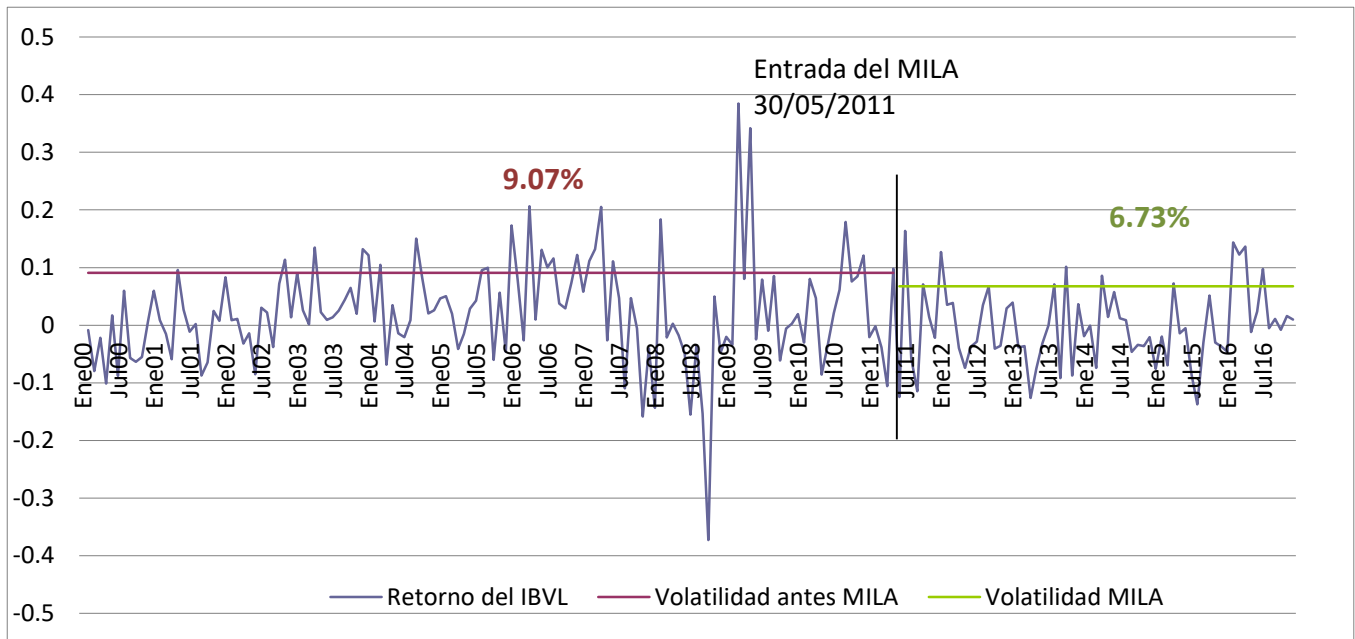
Fuente: BCRP, elaboración propia.

1.4. ESTABILIDAD (ES)

Para medir la estabilidad del mercado de valores peruano antes y después del MILA, se utilizaron como medidas: i) la volatilidad definida como la desviación estándar (S_x) de los rendimientos del índice del mercado; y, ii) el coeficiente de asimetría (CA_x).

En el Gráfico 6 se observa que la volatilidad, después de la entrada del MILA disminuyó ligeramente, aproximadamente 2%, respecto a la volatilidad antes de la entrada del MILA.

Gráfico N° 6: Volatilidad



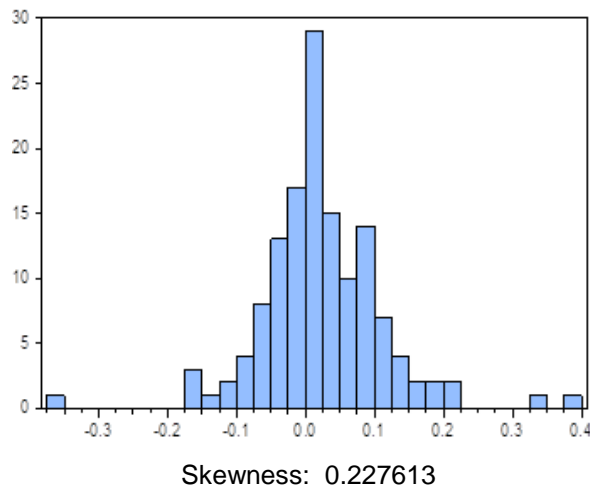
Fuente: BCRP, elaboración propia.

Por otro lado, como se puede observar en los gráficos 7 y 8, el coeficiente de asimetría de los retornos del Índice General de la BVL antes y después de la entrada del MILA son de 0.2276 y 0.404310, ambos ligeramente hacia la derecha.

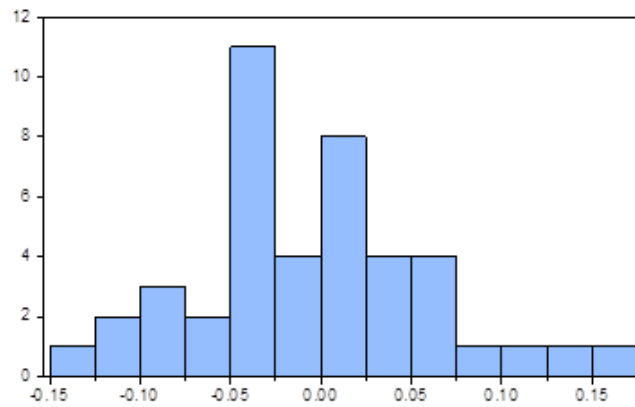
Si comparamos periodos, antes y después de la entrada del MILA, podemos decir que existe un mayor número de retornos positivos.

Teniendo en cuenta ambos ratios (S_x) y (CA_x) concluimos que existe una ligera mejora de la estabilidad después del MILA.

Gráfico N° 7: Histograma Retornos IGBVL – Antes de la entrada MILA



Fuente: BCRP, elaboración propia.

Gráfico N° 8: Histograma Retornos IGBVL – Después de la entrada MILA

Skewness: 0.404310

Fuente: BCRP, elaboración propia.

III. MARCO LEGAL DEL MILA

MILA: UN REPASO DE LA REGULACIÓN PERUANA

Mediante Resolución CONASEV N° 107-2010-EF/94.01.1 se aprobó el Reglamento del Mercado Integrado Latinoamericano, el mismo que, entre otros, permitió el acceso e interconexión entre los intermediarios autorizados a operar en alguno de los sistemas de negociación conformantes del MILA, reconociendo como primera etapa del proceso las ofertas públicas secundarias de acciones y poniendo como condición que dichos valores se encuentren previamente inscritos en el RPMV.

Asimismo, se condicionó el funcionamiento del MILA, al concepto de enrutamiento intermediado. El enrutamiento intermediado es el proceso que comprende los sistemas, procedimientos y mecanismos a través de los cuales los intermediarios de valores autorizados según la legislación de sus respectivos países, participantes del mercado integrado, acceden a los sistemas de negociación extranjeros a través de un intermediario local permitiendo el acceso de intermediarios extranjeros a la rueda de bolsa de la BVL a través de una SAB peruana para poder comprar o vender los valores negociados en la rueda de bolsa de la BVL, así como permitiendo el acceso de la SAB peruana a los sistemas de negociación extranjeros.

Adicionalmente, supone la suscripción de un contrato de corresponsalía entre los intermediarios de valores locales y extranjeros del mercado integrado cuyo contenido mínimo se ha señalado en el reglamento.

Posteriormente, mediante Resolución SMV N° 003-2016-SMV/01, la definición de MILA sufrió un cambio sustancial, supeditando su naturaleza a la suscripción de convenios entre Bolsas de Valores y Depositarias⁴, y no al enrutamiento intermediado, como desafortunadamente se había definido previamente.

⁴ Mercado Integrado Latinoamericano es aquel que se origina por la suscripción de convenios de integración entre la Bolsa de Valores de Lima y CAVALI S.A. ICLV con las entidades administradoras de

Otra de las innovaciones que trajo consigo la referida resolución, fue la posibilidad de que los participantes del MILA, puedan invertir en toda clase de valores y operaciones del mercado secundario, a diferencia de la idea primigenia que únicamente permitía invertir en operaciones al contado sobre valores de renta variable, en el mercado secundario.

No obstante, lo anterior la regulación sobre el MILA sigue siendo insuficiente para que dicha integración genere resultados positivos y tangibles en nuestro mercado, o posibilite a los actores de este, beneficiarse de las bondades que los demás mercados ofrecen.

Uno de los problemas más graves que afronta el MILA es la escasa cantidad de valores en los que se pueden invertir. Ello, unido al hecho que, si bien es cierto la SMV ha promovido reglamentariamente la posibilidad de realizar diversas operaciones con la totalidad de valores que tiene el mercado, la BVL aún no ha logrado desarrollarlo en sus Reglamentos internos, de modo tal que dicha posibilidad aun no logra materializarse. De modo tal que, a pesar que la regulación macro, haya abierto la ventana de posibilidad, ello solamente se quedará en el ámbito ideal, mas no real. Ello, hasta que la normativa interna de la BVL refleje cómo se operativizará ello.

Otro factor importante a considerar, se encuentra estrechamente vinculado a lo anterior. Habíamos establecido que el marco legal actual, permitirá a los actores del mercado a realizar toda clase de operaciones con valores de renta fija o variable; sin embargo, dicho espectro se sigue limitando a la integración de mercados secundarios.

Consideramos que, la posibilidad de suscribir valores a través de una oferta pública primaria, permitirá a los participantes del MILA acceder a instrumentos

sistemas de negociación extranjeros y las respectivas centrales de depósito de valores, con la finalidad de realizar la oferta pública secundaria y la intermediación de los valores transados en los sistemas de negociación conducidos por dichas entidades en los países donde éstas han sido autorizadas a operar, así como permitir el acceso de los intermediarios autorizados a operar en alguno de los referidos sistemas de negociación, a través del Enrutamiento Intermediado, en los otros sistemas de negociación.

financieros con rendimientos atractivos, que a su vez potenciarán el mercado secundario de este segmento.

Creemos que ello será posible con un cambio en la regulación que la SMV ha emitido, de modo tal que la integración de mercados sea abarque todos los segmentos posibles.

FACTORES TRIBUTARIOS

Un factor determinante al momento de adoptar la decisión de inversión es el fiscal. En sencillo, en cuánto porcentaje se verá afectada la ganancia obtenida de la operación de inversión. Para este supuesto en especial, nos enfocaremos en la tasa con la que la enajenación de acciones en los mercados es gravada.

Como se puede apreciar en el cuadro adjunto, si bien es cierto invertir en acciones peruanas presenta una ventaja respecto de las mexicanas, sin embargo, los fiscos colombianos y chilenos les eximen del pago del impuesto.

Cuadro 2: Tributos

COLOMBIA	CHILE	MÉXICO	PERÚ
0% si la venta no supera el 10% de las acciones de circulación de la sociedad emisora, en un periodo fiscal.	0% para acciones con presencia bursátil.	10% sobre el ingreso obtenido	5% sobre la ganancia de capital. Exoneración hasta diciembre de 2018

Fuente: BVL, elaboración propia.

En un esfuerzo por evitar que el mercado peruano sea considerado como frontera, se promulgó la ley que fomenta la liquidez e integración del mercado de valores se estableció la exoneración del Impuesto a la Renta hasta el 31 de diciembre del 2018 para las rentas provenientes de la enajenación de acciones y demás valores representativos de acciones realizadas a través de algún mecanismo centralizado de negociación supervisado por la SMV. No obstante

ello, el cumplimiento de los requisitos hace de esta exoneración algo difícil de concretar, ya que entre otros, el valor deberá tener presencia bursátil⁵.

A pesar de lo anterior, consideramos que, a efectos de promover correctamente el desarrollo del mercado de valores peruano, la enajenación de acciones debería ser una actividad no gravada con el impuesto a la renta. De esta forma, no solo se incentiva la adquisición de valores líquidos, sino que a su vez se procura incrementar la negociación de otros valores.

⁵ Presencia bursátil Para determinar si las acciones o valores representativos de acciones tienen presencia bursátil se tendrá en cuenta lo señalado en el acápite (ii) del primer párrafo del artículo 2 de Ley. Para tales efectos se considerará lo siguiente: a. El límite del monto negociado diario será de 4 UIT. b. El límite del ratio será de 15%

IV. PROPUESTAS PARA EL IMPULSO DEL MILA EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO

- Se propone modificar el marco regulatorio del MILA, a efectos de que la definición de mercado integrado, no se limite al enrutamiento intermediado, sino a la sola posibilidad de reconocer las ofertas de valores existente en cada mercado.

Adicionalmente, se debería incorporar la posibilidad de que los participantes del MILA puedan adquirir valores emitidos con ocasión de una oferta pública primaria.

- Se propone eliminar el tributo que grava la enajenación de acciones, de modo tal que la totalidad de acciones inscritas en la BVL, y no sólo a aquellos valores con presencia bursátil.

V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

la regulación actual del MILA permite a los actores de los mercados acceder a diversas operaciones con valores tanto de renta fija como renta variable, otorgándoles a sus participantes una diversa gama de oportunidades de inversión, incrementando sus niveles de profundidad, permitiendo el acceso de nuevas empresas que saciaran sus necesidades de liquidez; y, alcanzar una mayor eficiencia en la determinación de precios. Sin embargo, del análisis realizado de la profundidad, acceso, eficiencia y estabilidad se observa que el MILA no ha tenido un impacto significativo en la bolsa de valores peruana y con ello un impulso para su desarrollo.

El MILA es un mercado en desarrollo, si bien en estos últimos años no se han observado impactos significativos en el desenvolvimiento de la bolsa peruana, este mercado es muy importante para el desarrollo económico-financiero de largo plazo de nuestro país, por ello consideramos importante analizar las causas por las que el MILA aún no está funcionando el cual deberá ser motivo de futuras investigaciones.

De acuerdo a la Federación Mundial de Bolsas (WFE), el MILA se ha convertido en el primer mercado en América Latina por número de compañías listadas y por tamaño de capitalización bursátil, el valor conjunto de las cuatro plazas supera los US\$ 1.1 billones, lo cual se traduce en uno de los mercados más atractivos de la región, (MILA, 2017). Por tal motivo es importante conocer las causas que están afectando actualmente el despegue del MILA.

Por otro lado, se propone modificar el marco regulatorio del MILA, a efectos que la definición de mercado integrado, no se limite al enrutamiento intermediado, sino a la sola posibilidad de reconocer las ofertas de valores existente en cada mercado.

Adicionalmente, se debería recomendar incorporar la posibilidad de que los participantes del MILA puedan adquirir valores emitidos con ocasión de una oferta pública primaria.

Finalmente, se propone eliminar el tributo que grava la enajenación de acciones, de modo tal que la totalidad de acciones inscritas en la BVL, y no sólo a aquellos valores con presencia bursátil.

REFERENCIAS

- Analia Bahi, C. (2007). *Modelos de medición de la volatilidad en los mercados de valores: aplicación al mercado bursatil Argentino*.
- Armanious, A. (08 de abril de 2014). *Globalization Effect On Stock Exchange Integration*. Obtenido de <http://www.humanrights-observatory.net/revista5/articulos10/AMIR%20NASRY.pdf>.
- Banco Central de Reserva del Perú. (Mayo de 2014). *Banco Central de Reserva del Perú*. Recuperado el 28 de Agosto de 2014, de Reporte de Estabilidad Financiera: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/ref-mayo-2014.pdf>
- Banco Central Europeo. (s.f.). *Banco Central Europeo - EUROSISTEMA*. Recuperado el 28 de Agosto de 2014, de <http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.es.html>
- BVL. (02 de ENERO de 2015). *BVL*. Obtenido de BVL: http://www.bvl.com.pe/integracion/comparativo_legal.pdf
- Cihák, M., Demirüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). Benchmarking Financial Systems around the world. *The world Bank*, 4-24.
- Eugenia Escudero, M., Pateiro Rodríguez, C., & Rodríguez Seijo, F. J. (2004). *Mercado de Capitales Europeo el camino de la integración*. A Coruña, España.
- Federación Iberoamericana de Bolsas - FIAB. (Julio 2004). *Propuesta para la integración de mercados en Iberoamérica*.
- Kazarian, E. (October 2006). *Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues*. International Monetary Fund.
- Martinez Riaño, D. Y., & Narvaez Niño, G. P. (Agosto de 2012). *Ventajas Mercado Integrado Latinoamericano MILA*.
- MILA. (1 de febrero de 2015). *MILA Mercado Integrado Latinoamericano*. Recuperado el 1 de febrero de 2015, de MILA Mercado Integrado Latinoamericano: <http://www.mercadomila.com/newsletter>
- MILA. (1 de febrero de 2017). *MILA Mercado Integrado Latinoamericano*. Recuperado el 1 de febrero de 2017, de MILA Mercado Integrado Latinoamericano: <http://www.mercadomila.com/newsletter>
- Molina Castilla, N., & Pabón Gutierrez, J. D. (2011). *Descripción del impacto del mercado integrado Latinoamericano "MILA" para las acciones de dos emisores del sector de hidrocarburos en Colombia*.

- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). *The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?* New York, Estados Unidos.
- Quijano, J. V. (2013). *Monografias.com*. Obtenido de <http://www.monografias.com/trabajos82/mercado-valores-peruano/mercado-valores-peruano2.shtml>
- RAE - Real Academia de la Lengua Española. (2015). *RAE*.
- Resolución CONASEV, 107-2010-EF/94.01.1 (Superintendencia de Mercado de Valores - SMV 01 de Noviembre de 2010).
- Resolución CONASEV, 036-2011-EF/94.01.1 (Superintendencia del Mercado de Valores - SMV 23 de mayo de 2011).
- Romero, J. F. (2012). *MILA: Palanca de financiamiento para el desarrollo*. Lima.
- S&P Indices. (Diciembre de 2011). *S&P Dow Jones Indices*. Obtenido de Standard & Poor's : www.spindices.com
- Seraylan, M. (2012). Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica. *IIMV - Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores*, 215-229.
- The World Bank. (23 de Junio de 2014). *The World Bank*. Obtenido de The World Bank, Data site: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR/countries>
- wikipedia. (2014). *Wikipedia la enciclopedia libre*. Recuperado el 18 de Agosto de 2014, de http://es.wikipedia.org/wiki/Hip%C3%B3tesis_del_mercado_eficiente