

**Mercados
Financieros
en la
Federación
Rusa**

**LOS MERCADOS FINANCIEROS
EN LA FEDERACIÓN RUSA**

Índice

I.	Introducción.....	2
II.	Marco Jurídico	2
	a. Regulación del Mercado de Valores.....	3
	b. Acciones y Bonos Corporativos	4
III.	MICEX	5
	a. Mercado de Divisas	5
	b. Mercado de Acciones	6
	c. Bonos Corporativos, Regionales y Municipales	6
	d. Mercado de Deuda Pública y Mercado Monetario	7
	e. Mercado de Derivados.....	8
	f. Mercado de Commodities (NAMEX)	8
IV.	RTS Stock Exchange.....	10

I. Introducción

El desarrollo del mercado de capitales en Rusia se originó con el Programa de Privatización Masiva que comenzó en 1992. Más que desarrollar un mercado de capitales, el objetivo primordial de este programa fue facilitar la transferencia de la propiedad de las empresas desde el Estado al sector privado. Se esperaba que los nuevos dueños promovieran la reestructuración y el buen gobierno de manera que maximizaran sus retornos. También se asumió que las leyes y regulaciones necesarias para el adecuado desarrollo de los mercados comerciales y financieros se desarrollarían y aplicarían rápidamente para crear un ambiente que permitiese una economía de libre mercado.

Desde el inicio de la transición, se ha hecho un progreso considerable en el establecimiento de una base sólida para el mercado de capitales ruso. Si bien la actividad en el mercado y la capitalización se resintió con la crisis financiera de 1998, la arquitectura del mercado -las instituciones e infraestructura técnica- ha resultado ser robustas. Se ha establecido una red de bolsas regionales, así como sistemas de negociación de acciones, renta fija y divisas, que han sido suficientemente probados. Los registros de propiedad y las sociedades depositarias mantienen en la mayoría de los casos archivos fiables y accesibles. Las autoridades reguladoras, responsables de supervisar diferentes aspectos del mercado de capitales, cumplen su función. Más recientemente las autoridades han centrado su atención en las complejas tareas de mejorar la aplicación de la normativa e introducir mejoras en las prácticas de gobierno corporativo. Aunque se ha conseguido mucho desde los inicios de la transición, debido a la compleja naturaleza de las transacciones del mercado de capitales, todavía existe una agenda de reformas considerable.

II. Marco Jurídico

Los mercados de valores y las transacciones de éstos están regulados en su conjunto en Rusia por la Ley Federal del Mercado de Valores, No. 39-FZ (en adelante Ley de Valores), promulgada el 22 de abril de 1996.

Las ofertas de valores corporativos están reguladas por la Ley Federal de Sociedades Anónimas, promulgada el 26 de diciembre de 1995. Sólo las sociedades anónimas abiertas pueden emitir acciones libremente transmisibles. Los valores rusos están también sometidos a una serie de regulaciones aprobadas por el Servicio Federal para los Mercados Financieros (FSFR según sus siglas en ruso), el Código Civil de la

Federación Rusa y las regulaciones emitidas por otras agencias reguladoras (el 9 de abril de 2004 la Comisión Federal para el Mercado de Valores fue eliminada, siendo reemplazada por el Servicio Federal para los Mercados Financieros).

El artículo 143 del Código Civil de la Federación Rusa proporciona un listado de los valores que pueden ser emitidos por entidades distintas de las sociedades anónimas. Estos valores incluyen pagarés, cheques, certificados de ahorro, conocimiento de embarque marítimo y valores emitidos en el proceso de la privatización. Además, en enero de 1997, el predecesor del FSFR incluyó las opciones dentro de la definición de valores contenida en la legislación rusa.

a. Regulación del Mercado de Valores

El FSFR es el principal regulador del mercado de valores ruso. Las funciones del FSFR, que realiza directamente o a través de agencias autorizadas, incluyen:

- Concesión de licencias a los operadores del mercado;
- Autorización de organizaciones auto-reguladoras;
- Aprobación de estándares para las emisiones y folletos; y
- Clasificación y definición de los diversos tipos de valores.

El FSFR tiene la autoridad para dirigirse contra los operadores autorizados del mercado de valores que actúen contraviniendo las regulaciones del mercado. Entre las medidas que puede adoptar figuran la retirada de licencias y otras acciones ejecutivas, así como la denuncia penal de los implicados. Además, el FSFR tiene potestad para multar a entidades legales y empresarios individuales por las violaciones de la legislación sobre valores en que pudieran incurrir. Cualquier acción emprendida contra un emisor, tal como la anulación de una emisión, debe resolverse a través de los tribunales de justicia. Por lo tanto, la jurisdicción última sobre infracciones de las leyes del mercado de valores recae sobre los tribunales.

Hasta hace poco tiempo, los operadores del mercado de valores estaban obligados a incorporarse a una Organización Autorreguladora, y requerían de éstas una recomendación con el fin de obtener una licencia. Las Organizaciones Autorreguladoras son asociaciones no comerciales, autorizadas por el FSFR. Actualmente, cinco de estas organizaciones funcionan en el mercado ruso: la Asociación Profesional de Registradores, Brokers, y Sociedades Depositarias (PARTAD), la

Asociación Nacional de Operadores del Mercado de Valores (NAUFOR), la Asociación Nacional del Mercado de Valores (NFA), la Liga Nacional de Compañías de Gestión (NLU) y el Instituto Profesional de Colocación y Circulación de Instrumentos de Capital (PROFI). Este requisito fue revocado por Decreto Presidencial de 16 de octubre de 2000. Tal y como se confirmó en nota de prensa del FSFR de 23 de octubre de 2000, los operadores pueden ahora solicitar la concesión de licencias directamente al FSFR. De acuerdo a la regulación vigente, el FSFR decidirá sobre la emisión de la licencia a un solicitante en el plazo de 30 días cuando los documentos le fueran enviados directamente, o en el plazo de 15 días si se acompaña la solicitud de una recomendación de una Organización Autorreguladora. Sin embargo, puesto que el requisito de obtener una recomendación de una Organización Autorreguladora figura todavía en múltiples decretos del FSFR, algunos representantes de Organizaciones Autorreguladoras consideran la participación de los solicitantes en estas organizaciones una obligación vigente al objeto de recibir una licencia.

b. Acciones y Bonos Corporativos

El 18 de junio de 2003 el FSFR adoptó la resolución No. 03-30/ps sobre Estándares para la Emisión de Valores y el Registro de los Folletos de Valores. Esta resolución unifica y pone en un único documento los estándares, anteriormente diseminados, para lo siguiente:

- Para la emisión de bonos y sus folletos,
- Para la emisión de acciones a colocar en la creación de sociedades por acciones y sus folletos, y
- Para la emisión de acciones adicionales, derivadas de bonos convertibles en acciones, y sus folletos.

La Ley de Enmiendas y Adiciones a la Ley Federal del Mercado de Valores, No. 185-FZ de 28 de diciembre de 2002 entró en vigor el 4 de enero de 2003. Esta ley, entre otras cosas, proporciona un marco regulador para la emisión y circulación de bonos garantizados. Permite que los bonos sean asegurados por garantía hipotecaria, fianza, garantía bancaria, y las garantías del Estado y municipales. Las condiciones de la fianza deben ser precisadas en:

- la decisión de emisión de los bonos;
- el folleto; y
- en el caso de bonos representados en soporte documental, en el certificado del bono.

Los bonos no garantizados sólo pueden ser emitidos por compañías privadas, incluyendo entidades de crédito constituidas como sociedades anónimas, que tengan una antigüedad mínima de tres años. La Ley de Sociedades Anónimas establece que el valor nominal de todos los bonos no garantizados emitidos por una compañía no puede exceder del valor del capital social de la compañía y que ésta no podrá llevar a cabo emisión alguna hasta que el capital social esté íntegramente desembolsado.

III. MICEX

El *Moscow Interbank Currency Exchange* (MICEX) es la principal bolsa de valores de Rusia y una referencia obligada para el sistema de negociación a escala nacional del mercado de divisas, acciones y derivados, dando cobertura a Moscú y los centros financieros e industriales más grandes de Rusia. Junto con el resto de compañías del Grupo MICEX (la Bolsa MICEX, la Cámara de Compensación MICEX, el Centro Depositario Nacional, bolsas regionales y otros), el MICEX actúa como liquidador, compensador, así como depositario para aproximadamente 1.500 organizaciones que participan en la Bolsa. En términos de volumen total negociado (en 2004, 548 mil millones de dólares con un volumen medio diario de transacciones que asciende a 2,2 miles de millones de dólares) el MICEX es el mayor mercado en Rusia, la CEI y Europa del Este. Actualmente, bajo el patrocinio de la Asociación Internacional de Bolsas de los Países de la CEI, ésta está desarrollando una bolsa integrada, basada en los recursos tecnológicos de las bolsas nacionales de los países de CEI.

a. Mercado de Divisas

La oferta interbancaria de divisas se lleva a cabo en el MICEX y en 2004 alcanzó un volumen de 350 mil millones de dólares americanos. Desde 1992 el Banco Central de la Federación Rusa ha venido fijando el tipo de cambio oficial del rublo teniendo en cuenta los resultados de la negociación de divisas que se produce en el MICEX. El sistema MICEX de negociación electrónica (SELT) posibilita la negociación de divisas interregional permitiendo un mercado interbancario unificado. Aproximadamente 530 entidades de crédito son miembros de la Sección de Mercado de Divisas MICEX. Asimismo, el MICEX participa en las tareas de elaboración de los "Estándares de Trabajo en los Mercados Monetarios y de Divisa Internos" en el contexto del trabajo de la Asociación Nacional de Mercado de Divisas.

b. Mercado de Acciones

Uno de los miembros del Grupo MICEX es la Bolsa MICEX, principal parque de Rusia y la CEI, en la que se negocian diariamente valores de aproximadamente 100 emisores rusos, incluyendo *blue chips* tales como *RAO UES, Lukoil, Surgutneftegaz, Norilsk Nickel, Rostelecom, Sberbank* y otros, cuya capitalización total asciende a aproximadamente 150 mil millones de dólares. Más de 500 operadores autorizados intervienen en el mercado de valores y en 2004 el volumen de transacciones de acciones alcanzó los 100 mil millones de dólares, lo que supone más del 80% del volumen total negociado en los principales parques de Rusia. La negociación en este mercado es electrónica y funciona sobre un sistema de negociación y depositario en tiempo real al que se conectan los diferentes parques regionales y otros terminales remotos. Las liquidaciones de efectivo las ejecuta la Cámara de Compensación MICEX, mientras que las liquidaciones de valores son efectuadas por el Centro Depositario Nacional. Desde 1997, el MICEX calcula el MICEX Index, que junto con el de RTS son los principales indicadores de la bolsa rusa.

c. Bonos Corporativos, Regionales y Municipales

En los últimos años, los bonos corporativos se han convertido en el principal instrumento de las empresas rusas para atraer inversiones. El MICEX es el principal parque de Rusia, en él se llevan a cabo intercambios de bonos corporativos de en torno a 200 compañías y bancos rusos, entre los que se incluyen *Gazprom, RAO UES, Vneshtorgbank, Alrosa, Tsentrtelekom* y otros. En 2004 se colocaron en este mercado bonos corporativos de aproximadamente 80 emisores por valor de 5 mil millones de dólares y el volumen del mercado secundario ascendió a 15 mil millones de dólares. La dinámica de la cotización de bonos se recoge en el MICEX Corporate Bond Index, calculado desde 2003.

El MICEX también recoge colocaciones y circulación secundaria de obligaciones emitidas por las regiones de la Federación Rusa. Actualmente, obligaciones de aproximadamente 30 regiones se cotizan en MICEX, incluyendo las de la ciudad de Moscú y las Regiones de Khanty-Mansi, Baskortostan, Komi y Sakha (Yakutia), Belgorod, Leningrado, Moscú, Novosibirsk y Tver.

d. Mercado de Deuda Pública y Mercado Monetario

El MICEX es el sistema a escala nacional de negociación de valores del Estado, dando cobertura a los ocho centros financieros principales de Rusia. Los operadores del mercado tienen acceso a una amplia variedad de instrumentos de Deuda del Estado, entre los que se encuentran, además de los GKO/OFZ, bonos del Banco de Rusia, eurobonos de la Federación Rusa y bonos de Moscú. Los operadores pueden realizar todo tipo de operaciones sobre bonos: desde colocaciones y negociación secundaria hasta REPOs, bien entre los propios operadores, bien contra el Banco de Rusia.

El Mercado de Deuda Pública MICEX lo organizó el Ministerio de Finanzas y el Banco Central de Rusia en 1993 para ejecutar el presupuesto del Estado y la política monetaria y crediticia. Actualmente, es uno de los principales segmentos del mercado financiero ruso. Sus funciones incluyen:

- posibilitar al gobierno gestionar sus finanzas;
- proveer al BCR de una serie de instrumentos necesarios para ejecutar una política monetaria y crediticia efectiva, regular el nivel de liquidez del sistema y mantener la estabilidad de los tipos de interés;
- proveer el nivel de referencia de tipos de interés libre de riesgo; y
- proveer de instrumentos financieros fiables a todos los participantes en el mercado.

El abanico de instrumentos financieros del mercado de deuda pública viene determinado por el Ministerio de Finanzas de la Federación Rusa y el BCR. Los principales tipos de instrumentos son:

- Bonos cupón cero a corto plazo del gobierno (GKO);
- Obligaciones federales de rendimiento permanente mediante cupón (OFZ-PD);
- Obligaciones federales de cupón fijo (OFZ-FD);
- Obligaciones federales emitidas con descuento (OFZ-AD); y
- Obligaciones federales de cupón variable (OFZ-PK).

El Mercado Monetario de MICEX, organizado en 2002, permite la realización de operaciones de REPO contra el BCR y entre los propios participantes. Además, en marzo de 2004, la variedad de instrumentos del Mercado Monetario MICEX se amplió con el lanzamiento del Banco Central de Rusia de facilidades de depósito en rublos para las

instituciones de crédito residentes a través del sistema de negociación electrónica. El uso de las infraestructuras de negociación y liquidación del MICEX para las transacciones de depósito ofrecidas por el BCR permitió atraer a los bancos regionales y ampliar el círculo de participantes en estas transacciones. Durante el mencionado ejercicio más de 100 bancos participaron en operaciones de depósito, alcanzando un volumen de aproximadamente 7 mil millones de dólares.

Actualmente, aproximadamente 300 sociedades de valores autorizadas y en torno a 7.000 inversores operan en el mercado de valores del Estado. En 2004 el volumen total de transacciones relativas a éstos superó los 46 mil millones de dólares, incluyendo las operaciones de REPO. Ese mismo año MICEX comenzó a publicar índices e indicadores de rentabilidad de este mercado.

e. Mercado de Derivados

En el Mercado de Derivados MICEX se negocian futuros sobre el dólar americano y el euro. Para asegurar la ejecución de las obligaciones de las partes, el MICEX ha puesto en práctica un sistema fiable de gestión de riesgos y ha creado un fondo de reserva de 110 millones de rublos. En un futuro se pretende desarrollar la línea de productos de este mercado incluyendo futuros sobre acciones y renta fija de las principales compañías rusas y sus correspondientes índices, futuros sobre tipos de interés y opciones sobre divisas y otros activos subyacentes. Los proyectos estratégicos MICEX también contemplan la introducción de derivados sobre materias primas tales como productos agrícolas, energía eléctrica y petróleo crudo y sus derivados.

f. Mercado de Commodities (NAMEX)

Moscow Interbank Currency Exchange (MICEX) lleva a cabo proyectos para crear y desarrollar mercados de intercambio de *commodities* en colaboración con *National Mercantile Exchange* (NAMEX). NAMEX se encarga de la organización de mercados de negociación de *commodities* en Rusia, al contado y mediante derivados, ofreciendo la máxima cobertura de los mercados regionales. Para ello, NAMEX utiliza los recursos organizacionales y tecnológicos del MICEX, así como los de los mercados regionales, socios tecnológicos y *traders* de *commodities*. NAMEX ha cerrado acuerdos de colaboración para el desarrollo de estos mercados con el MICEX, *Rostov Currency and Stock Exchange* (RCSE), *Nizhegorodskaya Currency and Stock Exchange* (NCSEX), *Samara*

Currency Interbank Exchange (SCIEX), Urals Regional Currency Exchange (URCEX), Siberian Interbank Currency Exchange (SICEX), Saint-Petersburg Currency Exchange (SPCEX) y el *Asian-Pacific Interbank Currency Exchange*. Estos acuerdos establecen marcos para la realización conjunta de diferentes proyectos relativos a las bolsas de *commodities*.

Otra importante pauta en los negocios de NAMEX es la participación en las actividades del gobierno para el desarrollo y regulación de los mercados bursátiles internos.

Desde noviembre de 2002 hasta enero de 2003 NAMEX participó en las intervenciones del gobierno en el mercado de grano, que se llevaron a cabo a través de una red digital con terminales de acceso remoto dentro de un único sistema de información y negociación proporcionado por el MICEX y las bolsas regionales antes mencionadas.

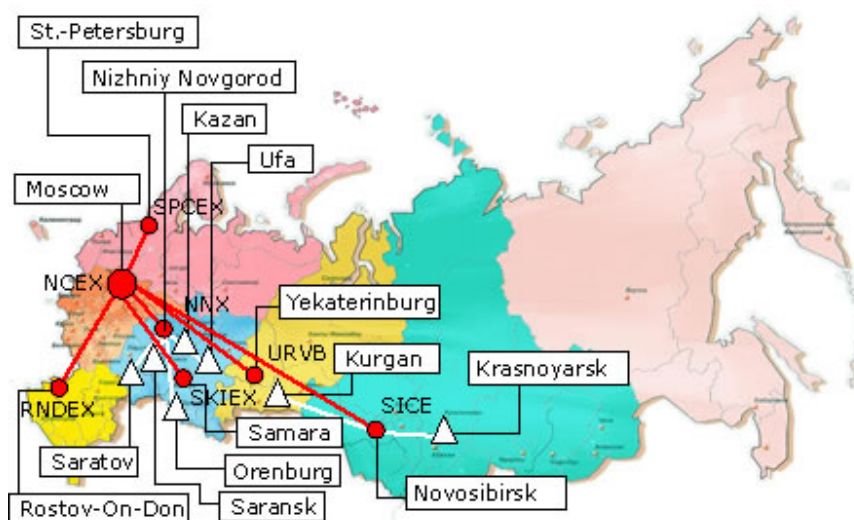
En 2004 NAMEX ganó el concurso (junto con el *Central Russian Universal Exchange (CRUE)*) para desarrollar la participación del gobierno en el mercado de grano para ese mismo año.

NAMEX actúa como administrador de las sesiones de negociación y como centro liquidador, contando con seis plazas de negociación en St. Petersburgo, Rostov del Don, Nizhny Nóvgorod, Samara, Yekaterinburgo y Novosibirsk. Durante las sesiones de negociación los participantes introducen sus cotizaciones a través de una red de negociación digital que cubre todas las principales zonas productoras y procesadoras de grano del país. El acceso a los *traders* regionales lo han procurado SPCEX, RCSE, NCSEX, SCIEX, URCEX y SICEX.

Actualmente, MICEX y NAMEX conjuntamente desarrollan un proyecto para lanzar un contrato de futuro sobre el grano con entrega del activo subyacente. Las áreas clave de las actividades de NAMEX en el mercado de futuros son las siguientes:

- Organización de la infraestructura de mercado necesaria para opciones y futuros sobre *commodities* negociadas;
- Selección de especificaciones para los futuros sobre *commodities*;
- Desarrollo y organización de procedimientos de entrega para la ejecución de los contratos de futuros.

También se emplean puntos de acceso remoto para la negociación en el mercado unificado. A continuación se muestra un diagrama de las plazas de negociación y de los puntos de acceso remotos.



Los puntos de acceso remoto están unidos a la red unificada de negociación bursátil y se comunican mediante canales exclusivamente dedicados que enlazan con los centros técnicos de *Nizhegorodskaya Currency and Stock Exchange* y *Siberian Interbank Currency Exchange*.

Los *traders* también tienen acceso garantizado a las sesiones de negociación a través de terminales remotos vía Internet, que posibilitan a los usuarios cotizar y concluir operaciones en tiempo real.

IV. RTS Stock Exchange

RTS es un holding de negociación y liquidación de valores constituido por: la asociación sin ánimo de lucro *RTS Stock Exchange*, *RTS Stock Exchange, S.A.*, *RTS Technical Center*, *RTS Settlement Chamber* y *St. Petersburg Stock Exchange*.

La *RTS Stock Exchange* se creó en 1995 para agrupar diferentes parques regionales en un único mercado de valores ruso adecuadamente regulado.

La Bolsa empleó en un primer momento software de negociación y liquidación proporcionado por NASDAQ, hasta que en 1998 se introdujo un nuevo sistema de negociación desarrollado por ellos mismos.

Inicialmente la *RTS Stock Exchange* ofrecía solamente negociación de acciones con liquidación en divisa. Hoy en día cotizan en este mercado los principales valores rusos e intervienen operadores tanto nacionales como extranjeros, por lo que representa uno de los más importantes indicadores de los mercados de capitales. RTS proporciona un eficiente sistema de precios de mercado para una amplia gama de acciones y bonos, y la información de la negociación que en él se lleva a cabo se distribuye por todo el mundo a través de las principales compañías de servicios de información financiera, tales como REUTERS o Bloomberg.

Actualmente la línea de productos de RTS incluye una amplia variedad de productos y servicios para inversores y operadores del mercado, como son:

- RTS Stock Market – negociación de acciones con liquidación en rublos y dólares;
- FORTS – negociación de opciones y futuros con liquidación en rublos;
- RTS Bonds - negociación de valores de renta fija;
- RTS Board - sistema empleado para ofrecer una cotización orientativa para valores no cotizados en RTS.
- NQS Bills - sistema usado para ofrecer una cotización orientativa de valores a corto plazo emitidos por empresas rusas.

A finales de 2004 se negociaban en RTS cerca de 300 valores, incluyendo más de 40 obligaciones. En el FORTS se recogen 8 contratos de futuros y 3 de opciones. El sistema de información de RTS presenta información sobre las cotizaciones de casi 700 acciones y 500 valores a corto de compañías rusas.

El índice RTS, el índice oficial de la Bolsa, se calculó por primera vez el 1 de septiembre de 1995 y a día de hoy, junto con el MICEX, es el principal índice del mercado de valores ruso. El índice se calcula en intervalos de treinta minutos incluyendo la cotización en tiempo real de los valores más líquidos del mercado y se publica a través de la página web de RTS y de las agencias de información.

La asociación sin ánimo de lucro *RTS Stock Exchange* fue creada por los principales operadores del mercado en 1997. Su creación fue uno de los resultados de una serie de iniciativas propuestas por la Asociación Nacional de Operadores del Mercado de Valores para desarrollar y regular el mercado de valores.

El organismo rector es el Consejo de la Asociación, compuesto por todos los miembros del RTS, que se reúne anualmente. Entre tanto, la Junta Directiva, formada por 17 ejecutivos de las empresas integrantes del RTS, gestiona la Bolsa. La Junta Directiva se reelige anualmente.

La Junta Directiva designa los siguientes comités y comisiones que desarrollan estándares de negociación destinados a asegurar la integridad del mercado y a establecer las prácticas adecuadas:

- Comité de Cotización: desarrolla los requisitos y reglas necesarios para aceptar o eliminar de cotización un valor.
- Comité Regulador: construye el marco regulador para la Asociación.
- Comité de Negociación: desarrolla reglas de negociación.
- Comité del Mercado de Derivados: regula los futuros y opciones en el mercado FORTS.
- Comité del Mercado de Renta Fija: regula el mercado de bonos de RTS.
- Comisión de Arbitraje: investiga los casos de violación de las reglas de la Asociación y toma las medidas apropiadas.
- Comité de Transparencia: desarrolla conceptos y prácticas para la publicación y distribución de datos de mercado.
- Comité de Liquidación: regula cuestiones de liquidación en RTS.
- Comité de Gestión del Riesgo: desarrolla el sistema de gestión de riesgos en la Bolsa.
- Comité de Cumplimiento: monitoriza el cumplimiento por parte de las firmas miembro de las reglas y regulaciones de la Asociación para asegurar las buenas prácticas comerciales entre participantes de mercado.
- Comité Técnico: responsable de cuestiones tecnológicas y de telecomunicaciones relativas a la Bolsa.

El Consejo de la Asociación elige al Presidente de la misma que actúa como Consejero Delegado y supervisa a los miembros de la Junta Directiva.