

ARTÍCULO DE INVESTIGACIÓN

El Mercado Integrado Latinoamericano, desafíos pendientes

The Latin American Integrated Market, pending challenges

Jaime Gallegos Zúñiga 
jgallegos@derecho.uchile.cl

Universidad de Chile, Santiago, Chile

RESUMEN Este trabajo, a la luz del reciente anuncio de fusión de las bolsas de comercio de Santiago, Lima y Colombia, busca exponer la evolución y los desafíos que presenta el Mercado Integrado Latinoamericano, propuesta que congrega además de las referidas entidades, a la bolsa de México, y a sus depósitos centralizados de estos cuatro países, que ya lleva más de doce años de funcionamiento. Los resultados de esta última iniciativa no han sido del todo promisorios, cuestión que obedece, entre otros aspectos a la falta de ajustes y armonizaciones normativas en distintos ámbitos, como el societario y tributario, orgánicos, cambiarios y de control, cuestiones que deben ser especialmente tenidas en cuenta si se quiere obtener mejores rendimientos con la fusión bursátil referida.

PALABRAS CLAVES Mercado Integrado Latinoamericano; Alianza del Pacífico; Bolsas de Comercio; Integración Financiera.

ABSTRACT This work, in light of the recent announcement of the merger of the Santiago, Lima and Colombian stock exchanges, seeks to explain the evolution and challenges of the the Latin American Integrated Market, a proposal that brings together, in addition to the aforementioned entities, the Mexican Stock Exchange and its centralized deposits in these four countries, which has been operating for more than twelve years. The results of this last initiative



Este trabajo está sujeto a una licencia de Reconocimiento 4.0 Internacional Creative Commons (CC BY 4.0).

have not been very promising, due, among other aspects, to the lack of adjustments and regulatory harmonization in different areas, such as corporate and tax, organic, exchange and control, issues that must be taken into account if better returns are to be obtained with the referred stock market merger.

KEYWORDS Latin American Integrated Market; Pacific Alliance; Stock Exchanges; Financial Integration.

1. Introducción

A fines de agosto de este año se anunció¹ la fusión de las bolsas de comercio de Santiago, Lima y Colombia, a través de un holding regional, buscando configurar un actor de una envergadura relevante a nivel global, que espera estar en funcionamiento en 2025.

Este hito nos lleva a revisar un proceso que viene construyéndose hace catorce años, el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), iniciativa que además de las bolsas aludidas (y sus depósitos centralizados de valores), también congrega a entidades de este tipo de México. Esta propuesta, no obstante que tuvo un decidido impulso inicial, no ha logrado exhibir resultados del todo positivos, puesto que no se ha progresado en aspectos normativos -societarios, tributarios, de fiscalización y otros- claves para generar un marco que incentive que las inversiones se canalicen por esta vía. A partir de esta premisa, este trabajo busca responder ¿cuál ha sido la evolución del mercado integrado latinoamericano? y ¿cuáles son los desafíos que ha enfrentado?, a fin de poder proyectar si esta nueva medida de fusión de tres de las cuatro bolsas de comercio que la integran podría resultar más exitoso en sí misma, o puede mirarse como un paso necesario para facilitar y vigorizar el funcionamiento del MILA.

Con el propósito enunciado el presente trabajo expondrá (1) una serie de experiencias de integración bursátiles que se han ido configurando en diversas zonas geográficas y a fin de revisar y exponer los desafíos para avanzar en la integración de mercados financieros, cuestión que puede resultar relevante para esperar mayores logros de la anotada fusión bursátil sudamericana (2), para luego revisar los distintos pasos que se han dado en la conformación del Mercado Integrado Latinoamericano (3), siguiendo una secuencia cronológica, a fin de brindar los elementos que permitan contextualizar los resultados que exhibe esta propuesta (4), para, más adelante, exponer algunos desafíos pendientes (5) que han impedido alcanzar una efectiva integración de los mercados a esta fecha, cuestiones que deben ser especialmente tenidas en cuenta a la hora de plantear las expectativas de la fusión de bolsas sudamericanas en construcción.

1. BOLSA DE SANTIAGO (2023).

Para el desarrollo de las ideas expuestas, en lo que toca al objeto principal de este estudio, desde un punto de vista metodológico se empleó una técnica descriptiva del MILA, y de las distintas realidades que lo circundan, que resultan interesantes para una comprensión global de la propuesta, como también técnicas explicativas, mediante relaciones causa-efecto, para contextualizar las distintas variables involucradas y aportar razonamientos que permitan sustraer consecuencias que se derivan de algunas circunstancias concomitantes, procurando brindar una comprensión acabada del objeto de este informe.

Asimismo, a fin de que el análisis no se limite a una investigación jurídica teórica o de corte dogmático, entendiéndolo como tal, aquella que concibe el problema jurídico desde una perspectiva estrictamente formalista, descontando todo elemento fáctico que se relacione con la institución, norma o estructura jurídica en cuestión, se acudió a elementos reales, acompañando de manera sumaria algunos datos de las operaciones efectuadas al alero de la propuesta de que se trata, que pueden ayudar para una efectiva contextualización, que colabora a un mejor entendimiento de la propuesta estudiada.

2. Tendencia global sobre los mercados de valores integrados

Los mercados de valores integrados no son un fenómeno nuevo², puesto que iniciativas de integración financiera -teniendo en consideración beneficios como una mayor estabilidad de los mercados, al reducir la volatilidad del precio de las acciones, eficiencias en el acceso a la información y reducción de costos de transacción, estimulando la liquidez³ -entre otros- se han venido presentando en diferentes áreas del orbe, así, por ejemplo, Euronext⁴, es un proyecto que comenzó del sector privado, en el año 2000 y que fusionó los intercambios de las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París, y luego también, las de Lisboa⁵, Dublín y Londres.

Con posterioridad se fusionaría NYSE-Euronext, en el 2007⁶, creando el grupo de intercambio más grande y líquido del mundo, que luego sumaría a Tokio, en el 2011⁷.

2. UNNI (2022); HARDY *et al.* (2018) p. 487.

3. GIOFRÉ (2021).

4. Sobre Euronext véase HIRSCH y MARQUETTE (2000) pp. 18-23.

5. PERRY y AUVERT (2016) p. 31.

6. ESPINOSA *et al.* (2020); BROWN (2013); SCHAMMO (2008).

7. FIGUEROA (2014) pp. 279-281.

Otro tanto se verificó con la fusión entre la Bolsa de Londres y la Borsa italiana, en el 2007, como también con la cooperación entre las Bolsas de Europa Central y la de Europa Oriental.

Muchas de estas iniciativas se vieron facilitadas con el euro, que eliminó el riesgo cambiario de las inversiones transfronterizas, factor que resulta ser un determinante crucial para los altos niveles de integración financiera en Europa⁸.

En América del Norte, además de la citada adquisición internacional de Euronext por parte de NYSE, NASDAQ se integraría con el operador de bolsa nórdico OMX AB (Copenhague, Estocolmo, Oslo y Helsinki), formando NASDAQ OMX⁹, que congregaría también los mercados de valores de Tallin, Vilna y Riga, dando lugar a lo que se ha denominado. NASDAQ OMX Baltic.

A su vez, en el 2008, Bovespa (la Bolsa de São Paulo) y la CME Group (Chicago Mercantile Exchange Group) firmaron un acuerdo de participación conjunta en ambos consejos de directivos, permitiendo operaciones en el mercado de derivados y futuros brasileño BM&F.

Siguiendo esta tendencia en la búsqueda de alcanzar las economías a escala, se intentaron fusiones entre London Stock Exchange y TMX Group (de Toronto), en 2011; NYSE-Euronext y Deutsche Börse; Singapore Stock Exchange y Australian Stock Exchange, que han abierto nuevos escenarios para investigar las determinantes de la integración bursátil¹⁰.

En ASEAN (que congrega a Brunéi, Camboya, Filipinas, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Singapur, Tailandia y Vietnam), en tanto, se han adoptado diferentes medidas, como la Iniciativa de Chiang Mai (CMI), el Asean Bond Markets Initiative (ABMI) y Asian Bond Fund Initiative (ABF), y el 2011 se lanzó ASEAN Exchange, compuesta por bolsas de valores de seis de sus Estados Parte (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia y Vietnam)¹¹.

Frente a estas interacciones, América Latina, no obstante que desde hace un par de décadas, en general, ha emprendido un proceso de liberalización de los mercados financieros, presenta un rezago, lo cual, obedecería a una serie de restricciones que quedaron como secuelas de las recurrentes crisis económicas que azotaron la región en las década de los ochenta y noventa del siglo recién pasado (como por ejemplo, la denominada Crisis del Tequila, de 1994), lo cual debiese ser revertido, puesto que la integración de los mercados de valores podría ayudar a mejorar el crecimiento de estos países.

8. CAMPA *et al.* (2015) pp. 17-21.

9. Para una visión crítica sobre los resultados de estas operaciones véase OTCHERE y ABUKARI (2020); XIE *et al.* (2020). Para análisis ateniendo al tamaño de las empresas listadas véase HELLSTRÖM *et al.* (2018).

10. DORODNYKH (2014) p. 293.

11. CAMPA *et al.* (2015) p. 18.

3. Mercado Integrado Latinoamericano

Dentro de la Alianza del Pacífico (que congrega a Chile, Colombia, México y Perú), se afirma que esta sería la única propuesta novedosa, que constituye un avance efectivo más allá de lo que ya se había alcanzado previamente, de modo bilateral a través de los diferentes acuerdos comerciales entre los Estados Parte¹², posicionándose como uno de los sectores que ha mostrado más empuje, fomentando un mejor desenvolvimiento en inversiones, finanzas y profundidad de las bolsas de valores.

Esta propuesta busca atraer inversionistas que se vean motivados con la diversificación de cartera que se genera y la nueva gama de operaciones susceptibles de llevarse a cabo dentro del plano subregional¹³, esperando que las empresas que cotizan en bolsas (incluso las pequeñas y medianas¹⁴) cuenten con una potencial lista de inversionistas más amplia, lo cual se puede traducir en una profundización del mercado que, a su vez, inhiba la posibilidad de alterar los precios de los valores ofrecidos, atendido que un mejor funcionamiento de este opera en el entendido de más y mejor información de los agentes participantes¹⁵.

Relacionado con este punto, antes de que se incorporara la bolsa mexicana (una economía altamente industrializada y mayormente diversificada¹⁶) se destacaba la complementariedad de las otras tres bolsas de comercio del bloque¹⁷, atendiendo a su composición sectorial, puesto que en Colombia, las acciones cotizadas se componen fundamentalmente por empresas de energía, de entidades bancarias, seguros y financieras; mientras que en Perú, se comercializa, principalmente, empresas mineras y de servicios públicos, y en Chile, las acciones transadas son, en su mayoría, compañías de servicios, banca y extracción de materias primas, motivo por el cual con el funcionamiento integrado se permite a los inversores acceder a un abanico más amplio¹⁸.

En el 2014¹⁹, la bolsa de valores mexicana se incorporó al sistema, representando más del 60% del tamaño combinado de la capitalización agregada del mercado de acciones de la Alianza del Pacífico, seguida por la de Chile (17,6 %), Colombia (11,4 %) y Perú (9,0%).

12. BRESSAN y LUCIANO (2018) pp. 176-177.

13. HURTADO (2017) pp. 125-126.

14. ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) p. 4.

15. HARDY *et al.* (2018) p. 492.

16. CAMPA *et al.* (2015) p. 32.

17. VARGAS y BAYARDO (2013) pp. 124-125; ROMERO (2014) pp. 88-89. Para un análisis comparativo de las tres bolsas sudamericanas en cuestión antes de la incorporación de México véase OROZCO y RAMÍREZ (2016) pp. 56-61.

18. BAQUERO (2013) p. 489; ROMERO (2014) p. 61.

19. A 2017, la capitalización bursátil del bloque, según datos del Banco Mundial, ascendía a alrededor de US\$ 930 billones, con México en primer lugar (44,7%), seguido por Chile (31,6%), Colombia (13%) y Perú (10,6%). ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) p. 10.

Luego, de conformidad con las cifras enunciadas, aun cuando los mercados financieros de los países de la Alianza del Pacífico no tienen una gran envergadura individualmente, si se les mira de modo conjunto, la propuesta en formación alcanzó a posicionarse como un centro financiero regional de dimensiones similares a la de Sao Paulo.

3.1. Cronología del desarrollo del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)

En concreto, la idea del MILA se cristalizó mediante Memorándum de entendimiento (ME), de 8 de septiembre de 2009, entre la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) (que, desde 2001, agrupa a las bolsas de Bogotá, Medellín y Cali), la Bolsa de Valores de Lima (BVL), el Depósito Central de Valores de Chile, el Depósito Centralizado de Valores de Colombia (DECEVAL) y el Registro Central de Valores y Liquidaciones de Lima (CAVALI)²⁰, que establecieron como objetivo desarrollar un estudio de factibilidad para el proyecto y definir un modelo único de integración a ser gestionado por cada participante.

Por su parte, el 28 de octubre del 2009, las autoridades de regulación y supervisión, la entonces Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS)²¹ (hoy Comisión para el Mercado Financiero de Chile, CMF), la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y la entonces Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores de Perú (CNSEVP) (hoy Superintendencia del Mercado de Valores de Perú, SMVP) suscribieron también un ME, con el objetivo de asumir el compromiso de ejecutar actividades y facilitar el aludido proyecto de integración de los mercados de capitales y sus depósitos centralizados.

Con posterioridad, el 15 de enero del 2010, las autoridades mencionadas suscribieron un ME con el objeto establecer mecanismos de intercambio de información, consultas y colaboración, para lograr la mayor asistencia mutua posible, con el fin de asegurar el cumplimiento y aplicación de sus legislaciones y regulaciones en este proyecto²², fijando los aspectos principales que debían revisarse antes del establecimiento del MILA.

20. Ya desde 2007 se había iniciado un proceso de acercamiento entre la Bolsa de Valores de Colombia y la de Lima, al cual, con posterioridad se sumaría la Bolsa de Santiago, siguiendo una idea surgida en algunos países de Centroamérica (Costa Rica, El Salvador y Panamá) años antes [ROMERO (2014) pp. 14-22; VARGAS y BAYARDO (2013) p. 122].

21. Sobre las primeras actuaciones de la autoridad chilena regulatoria en este proceso véase GASPAR (2011).

22. En la Fase 1 del MILA no se exigió cambiar la independencia y la autonomía regulatoria de cada una de las autoridades locales, así, en este lapso no se verificaron alteraciones en la normativa y tampoco en la supervisión desarrollada en el plano local BAQUERO (2013) p. 492.

Luego, el 8 de junio de 2010, las referidas bolsas y depósitos firmaron el acuerdo de implementación del mercado integrado, en el plano de los instrumentos de renta variable, empleando los desarrollos tecnológicos, y permitiendo un enrutamiento de órdenes para la negociación de los valores desde un intermediario extranjero, el cual accede a los sistemas de negociación local a través de intermediarios locales con los cuales previamente ha suscrito un acuerdo²³.

Las ideas que se comunicaron al mercado al sellar el referido acuerdo fueron:

- a) Las plataformas tecnológicas de cada participante se mantendrían independientes y operarían de modo interconectado, asegurando las operaciones en la plataforma del país donde estuvieran inscritos los valores;
- b) Los valores se mantendrían en custodia en el depósito de su país de origen, y
- c) Las entidades que participen en el mercado integrado serían supervisadas por el regulador de su país de origen.

Con posterioridad, el 9 de noviembre de 2010, fue firmado el acuerdo entre las Bolsas y Depósitos ya individualizados de Chile, Colombia y Perú para la creación de MILA²⁴.

El modelo podemos decir que se ha desarrollado en dos fases, una primera que fue su puesta en funcionamiento, y una segunda a partir de la incorporación de actores mexicanos. La primera etapa comprendía la autorización para la negociación local de valores extranjeros de renta variable del mercado secundario, permitiendo a los inversores tener acceso a los mercados foráneos involucrados en esta iniciativa desde un nivel local, sin la necesidad de modificar las legislaciones pertinentes.

A tal efecto, se estableció un sistema de intercambios integrados (o sistema de order-routing), a través de un modelo de enrutamiento que registra los negocios realizados a través de un intermediario local del inversor dirigido a un intermediario del país de emisión del instrumento (el cual se hace responsable de la negociación, compensación y liquidación de las operaciones)²⁵. Cada participante de este mecanismo cuenta en sus terminales con los valores de las otras bolsas y puede realizar operaciones de órdenes de compra y venta, por medio de un corresponsal, sin que sea necesario que los inversionistas se registren en todos los mercados para realizar operaciones transfronterizas²⁶.

23. HERNÁNDEZ y BARRIOS (2016) pp. 2-3; SARMIENTO (2013) p. 627.

24. NOVAK y NAHMIA (2015) p. 129.

25. Véase ROMERO (2014) pp. 76-79.

26. ORTA y ROBLES (2018) pp. 166-167; ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) p. 32.

La negociación debe practicarse con arreglo a las normas del país de origen de los valores, liquidándose en la moneda local del país donde se ejecuta la operación, mediante la actuación del Depósito de Valores correspondiente²⁷. Asimismo, cada Bolsa administra sus tarifas de negociación. De este modo, cada mercado debe seguir la regulación pertinente²⁸, operando bajo una lógica de reconocimiento mutuo²⁹.

Para garantizar la transparencia de la información, los hechos relevantes deben estar disponibles y resultar claros para todos los participantes³⁰ del mercado simultáneamente³¹, y las autoridades locales son responsables de la supervisión mercantil en cada país y del cumplimiento de la preceptiva fiscal correspondiente³².

El reseñado sistema entró en funciones el 30 de mayo de 2011.

A su vez, el 15 de junio de ese año se acordó una primera adenda al ME, del 15 de enero del 2010, en virtud del cual, se creó un Comité de Supervisión, que fue establecido con el propósito de alcanzar una coordinación más dinámica y oportuna entre las autoridades reguladoras, que permita abordar cualquier circunstancia referida a la supervisión que se pueda presentar del funcionamiento del MILA. Además, se le encomendó agilizar la coordinación y los procedimientos para el intercambio de información, consulta y práctica de pruebas³³.

Luego, en julio de 2011, se creó el Índice S&P MILA 40, cuya primera medición disponible tuvo lugar el 29 de agosto de ese año. Ese repertorio medía el rendimiento de las 40 acciones más líquidas negociadas en el referido mercado integrado, sirviendo como punto de referencia para que los inversores internacionales puedan monitorear y hacer un seguimiento de sus inversiones en esta subregión.

Con posterioridad, el 15 de junio de 2012 se acordó la segunda adenda al ME, de 15 de enero de 2010, con el propósito de crear una instancia de coordinación al más alto nivel que contribuya a mejorar el cumplimiento de las funciones de regulación y supervisión, y para ello se conformó el denominado Comité Ejecutivo de Autoridades, integrado por los superintendentes de los órganos fiscalizadores, con la misión de definir objetivos, lineamientos y políticas en la materia, destinados a fortalecer la cooperación, colaboración y comunicación permanente entre los reguladores y supervisores, como también la identificación de factores de convergencia y armonización entre los mismos.

28. LERAUL (2016) pp. 55-57.

29. ORTA y ROBLES (2018) pp. 164-165.

30. Sobre el uso de redes sociales para difundir información por parte de empresas listadas en el MILA, véase SUÁREZ *et al.* (2019).

31. Sobre reportes integrados de información por parte de empresas listadas en el MILA, véase GIRALDO *et al.* (2018) pp. 181-196.

32. YEPES *et al.* (2015) pp. 87-88; BAQUERO (2013) pp. 490-491; ORTA y ROBLES (2018) p. 165.

33. HERNÁNDEZ y BARRIOS (2016) p. 5.

Esa misma fecha se suscribió, entre las autoridades reguladoras, un protocolo para el intercambio de información, documentación, consultas, obtención y remisión de pruebas.

Estos acuerdos fueron bien recibido por especialistas, que vieron en ellos medidas de coordinación regional sustantiva, tendiente a facilitar la armonización de la regulación en el sector, lo cual daría cuenta de relevantes niveles de capital político en este esfuerzo de regionalismo orientado a su profundización³⁴.

Así las cosas, aun cuando se mantuvieron las normativas bursátiles locales (no se produjo una fusión o una integración global corporativa de las bolsas de valores involucradas en la iniciativa³⁵) se emprendió un incipiente proceso de armonización de algunos aspectos, a fin de hacer operativo este mercado subregional. Así, por ejemplo, en Chile se dictó: la Norma de Carácter General n° 352, de la entonces Superintendencia de Valores y Seguros, de 21 de octubre de 2013, que establece normas para la oferta pública de valores extranjeros en el país, y la Resolución n° 246, de la misma Superintendencia, de 6 de octubre de 2014, que exime de la obligación de inscripción en el Registro de Valores Extranjeros a aquellos inscritos en los registros de Colombia, de México, o en el de Perú, si su oferta está dirigida a inversionistas calificados; en Colombia se dictó: el decreto n° 2.241, de 2015, del Ministerio de Hacienda, que amplió el marco de agentes y operaciones que pueden efectuarse con valores extranjeros; en México, la reforma financiera publicada en el Diario Oficial de la Federación el 10 de enero de 2014, modificó la Ley del Mercado de Valores, permitiendo que las bolsas de valores puedan celebrar acuerdos con otras entidades extranjeras de esa clase, para facilitar el acceso a su sistema de negociación, con motivo de lo cual la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de ese país, modificó las Disposiciones de carácter general aplicables a las bolsas de valores, y aquellas aplicables a los emisores de valores y a otros participantes del mercado de valores; y en Perú, mediante Resolución de CONASEV n° 107-2010-EF/94.01.1 se aprobó el Reglamento del Mercado Integrado Latinoamericano, el cual permite el acceso e interconexión entre los intermediarios autorizados a operar en alguno de los sistemas de negociación conformantes de ese sistema, luego, a través de Resolución de CONASEV n° 036-2011-EF/94.01.1 se autorizó a la Bolsa de Valores de Lima y a CAVALI a participar en el MILA, y más adelante, a través de Resolución de la Superintendencia del Mercado de Valores n° 3, de 2016, se eximió del requisito de inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de ese país a los valores emitidos y registrados en los países integrantes del sistema, y mediante Resolución de la Superintendencia recién citada, n° 7, de 2016, se permite la difusión -en el mercado de valores peruano- de ofertas públicas primarias

34. CAMPA *et al.* (2015) p. 8.

35. BAQUERO (2013) p. 487.

inscritas y/o autorizadas en los países que integran el MILA, sin requerir la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de ese país.

Además, Perú promulgó la Ley n° 30.341, de septiembre de 2015, que fomenta la liquidez e integración del mercado de valores y exonera del impuesto a la renta a las ganancias de capital producto de la venta de acciones en la Bolsa de Valores de Lima. Esta normativa se encontraría en la línea de alcanzar una mayor homogeneidad tributaria con los demás países de la Alianza del Pacífico, según declaró, en su oportunidad, su Ministro de Economía³⁶.

Por otro lado, debe recordarse que el 19 de junio de 2014 la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) se sumó al MILA. Más adelante, con motivo de la adhesión de las instituciones mexicanas correspondientes al sistema, el 8 de julio de 2014, se creó el S&P MILA Pacific Alliance Select, que resulta ser el índice compuesto por las compañías de mayor tamaño y liquidez del mercado en análisis³⁷.

El 18 de agosto de 2014, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México (CNBV) asumió los diferentes compromisos asumidos previamente por los entes reguladores del MILA.

Con posterioridad, el 19 de agosto de 2014, se oficializó el ingreso de la Bolsa Mexicana de Valores, INDEVAL (Institución para el Depósito de Valores) y la CNBV al sistema, con lo cual se configuró el mercado más grande, por número de empresas cotizadas, en la región³⁸.

Ya en funcionamiento, el 2 de diciembre de 2014, la BMV efectuó su primera operación en el contexto del MILA, mediante la compra de 200 acciones de la compañía chilena Falabella, por US\$ 1.415 dólares.

A partir de esta relevante afiliación se abrió la segunda fase del proyecto que esperaba tener como resultado un acceso directo de intermediarios extranjeros a las negociaciones y operaciones con valores nacionales (sin que sea necesaria la participación de diferentes corredores, lo cual supone una disminución de los costos de transacción). Para ello resulta necesaria la habilitación o reconocimiento a corredores extranjeros para que puedan efectuar estas transacciones por su cuenta, siguiendo reglas de negociación armonizadas o estandarizadas, que incluyen un modelo de compensación y liquidación intrarregional, y en general, un coherente reconocimiento de valores y emisores extranjeros en un pie similar al brindado a los emisores nacionales; y el tratamiento de las inversiones institucionales extranjeras como inversiones nacionales³⁹, a partir de lo cual se puede hablar de la formación de un “mercado regional único”⁴⁰.

36. MARTINETTI (2016) p. 126.

37. ORTEGÓN y TORRES (2016) p. 8.

38. ORTA y ROBLES (2018) pp. 164-170.

39. FIGUEROA (2014) p. 300.

40. ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) p. 8.

Como fruto de esta etapa, se esperaba que, además de permitir a los intermediarios extranjeros operar, directamente, en los mercados locales, se ampliara el alcance de las negociaciones a los valores de renta fija y derivados⁴¹.

Esta fase demanda que estén operativas normas comerciales armonizadas dentro de un modelo único de sistemas de compensación y liquidación⁴². Tal convergencia conducente a un reconocimiento mutuo de emisiones y otras operaciones debiese tener presente los pasos dados en la materia, tanto en la Unión Europea (y, por tanto, también en NYSE Euronext⁴³), aprovechando, además, las herramientas tecnológicas hoy disponibles.

En lo que toca a esta temática, conviene mencionar que, en la Declaración Presidencia de la Alianza del Pacífico, de Paracas, de 2015, se consignó el compromiso de modificar las regulaciones en estos ámbitos, con el objetivo de brindar reconocimiento a las emisiones primarias de cualquiera de los Estados Parte, para su negociación a través de la plataforma integrada, y ello, paulatinamente, se ha fue cumpliendo, como se expresaba en la Declaración de Cali, de 2017⁴⁴.

En efecto, a partir de 2015, los supervisores de los cuatro países del MILA han firmado numerosos acuerdos bilaterales para armonizar los marcos regulatorios conducente a la protección de los inversores, aumentar la divulgación de información y mejorar los estándares de los estados financieros⁴⁵.

Más adelante, el 5 de octubre de 2017, el Ministerio de Hacienda y la entonces SVS, de Chile; el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia Financiera, de Colombia; la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, y la CNBMV, de México, y el Ministerio de Economía y Finanzas, y la SMV, de Perú, suscribieron una declaración de intenciones para permitir la comercialización de participaciones pasaporte de vehículos de inversión colectiva en la Alianza del Pacífico⁴⁶, y así profundizar la integración de los mercados bajo el esquema de reconocimiento mutuo de los valores de cada jurisdicción, instando (de modo no vinculante) a efectuar un estudio comparativo de los distintos regímenes jurídicos en materia de constitución y distribución de fondos de inversión, precisando las normas que inhiben o dificultan esa comercialización -a la luz de las recomendaciones del FSB/IOSCO (Financial Stability Board/International Organization of Securities Commissions) aplicables a vehículos de inversión colectiva-, fijando un calendario al efecto.

41. YEPES *et al.* (2015) p. 87; HERNÁNDEZ y BARRIOS (2016) p. 3; ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) p. 32; LERAUL (2016) p. 56.

42. BAQUERO (2013), p. 493; CAMPA *et al.* (2015) p. 7.

43. FIGUEROA (2014) pp. 280-281; LARRAÍN (2016) pp. 69-73.

44. MONTEAGUDO (2018) p. 463.

45. CAMPA *et al.* (2015) p. 49; PERRY y AUVERT (2016) p. 35; DURRANI y VIOLANTE (2016) pp. 269-270.

46. Sobre alternativas para avanzar en lo que a pasaporte de fondos véase LARRAÍN (2016) pp. 98-100.

4. Análisis y discusión de los resultados

En sus inicios (31 de mayo de 2011 a 31 de mayo de 2014) el mercado peruano fue el que presentó el mayor volumen de transacciones bajo el alero del MILA, seguido por el mercado chileno y luego el colombiano, que presentó niveles bajos, y ha disminuido en el tiempo, situación que se repite si se toman en cuenta las transacciones efectuadas dentro de ese mecanismo subregional cotejándolas con las efectuadas en las bolsas nacionales respectivas⁴⁷.

Tal mayor volumen de transacciones demandado desde Lima (donde los inversores tienen menores oportunidades de inversión en su mercado local) tuvo como abrumadora orientación los valores ofrecidos en la bolsa de valores de Santiago, que cuenta con una mayor oferta de emisiones corporativas⁴⁸. En efecto los valores emitidos en Chile y Colombia han exhibido una mayor demanda en la operatoria de MILA⁴⁹.

En diciembre de 2014 el MILA superó al BOVESPA de Brasil⁵⁰, como el mayor mercado de América Latina, con una capitalización de mercado combinada de US \$ 839 mil millones y más de 780 empresas cotizadas⁵¹.

Con todo, debe tenerse presente que BM&FBovespa, en 2015, compró el 8% de la BCS, lo cual se ha mirado como una medida para neutralizar la influencia de México, cuya bolsa de valores, en 2013, había adquirido alrededor del 10% de la BVL. Más adelante, a 2017, la bolsa paulista contaba con el 10,4% de la BCS, el 9,9% de la BVC, el 8,59% de la BVL y el 4,1% de la Bolsa de México⁵².

Por otro lado, debe tenerse en cuenta de que si bien en número de empresas cotizadas el MILA, con el paso del tiempo supera a la bolsa brasilera, no ocurre lo mismo en lo que toca a capitalización de mercado combinada⁵³.

47. SANDOVAL y SOTO (2016) pp. 5-6.

48. LERAUL (2016) pp. 51-52; PERRY y AUVERT (2016) p. 32; ORTA y ROBLES (2018) p. 195. En efecto, desde sus inicios, a diciembre de 2013, los valores chilenos representaban el 76,82% de los valores transados mediante el sistema, seguidos por los colombianos, con un 15,46% y por los peruanos, con un 5,73% [ROMERO (2014) p. 90].

49. SANDOVAL y OLEA (2020) pp. 43-46.

50. Debe tenerse en cuenta que ya incluso antes de la incorporación de la bolsa mexicana, si se atiende al número de empresas cotizadas, el MILA contaba con más unidades de esta clase que el reseñado mercado brasilero. Véase OROZCO y RAMÍREZ (2016) pp. 59-60.

51. DURRANI y VIOLANTE (2016) pp. 265-268.

52. ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) p. 12.

53. DELGADO y ZENG (2023) p. 780.

Algunos autores tienen una opinión positiva, bajo el entendido que resulta un mercado atractivo, que cuenta con un número considerable de emisores registrados⁵⁴.

No obstante, algunos buenos resultados, y que se ha planteado que, a partir de esta propuesta se han alcanzado inversiones más eficientes, como resultado de la mitigación de las asimetrías de información⁵⁵, o que se ha reducido la volatilidad de los valores partícipes⁵⁶, es necesario advertir que el proceso de integración de los mercados de valores del MILA ha resultado más complejo de lo que se preveía⁵⁷, y se han exhibido diferentes dificultades relativas a:

- a) los emisores se encontraron con trabas para participar, en atención a exigencias planteadas por los cuerpos reguladores locales;
- b) surgimiento de diversas coyunturas locales relacionadas con factores políticos, sociales, etc.;
- c) volatilidad, atendido que las acciones resultaron bastante sensibles a factores exógenos;
- d) problemas técnicos, en atención a que dificultades tecnológicas interfirieron temporalmente el funcionamiento del sistema;
- e) poca certeza acerca de las consecuencias impositivas, debido a que cada país planteó escenarios tributarios diferentes, y
- f) falta de fluidez en la información⁵⁸ de los demás mercados y la manera cómo el inversionista podía enfrentar los riesgos a los que queda expuesto⁵⁹.

En efecto, uno de los problemas aludidos es que la información que deben entregar los emisores al mercado y a los reguladores no está estandarizada, lo que implica que los inversionistas pueden no tener claridad acerca de la calidad del activo que están adquiriendo, circunstancia que desincentiva emplear el mecanismo⁶⁰.

54. FRADIQUE y MORCILLO (2017) pp. 49-50.

55. DELGADO y ZENG (2023).

56. MUÑOZ *et al.* (2022).

57. VAN KLAVEREN (2018) p. 69.

58. Sobre informes de auditoría en los países que forman el MILA, véase ZAMARRA *et al.* (2020), pp. 7-15.

59. HURTADO (2017) p. 131.

60. ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) p. 36.

Así, si bien el debut de MILA creó grandes expectativas entre el público (por el incremento de emisores a los cuales se tendría acceso y una mayor gama de operaciones potencialmente realizables)⁶¹, los actores relevantes pronto se dieron cuenta de que para tener un sistema eficiente de compensación y liquidación, que fuese transparente y confiable se requeriría más que simplemente superar los desafíos técnicos de conectar plataformas de comercio, y a finales de 2011, las transacciones a través de MILA resultaban pequeñas en número y tamaño, desde el inicio de las operaciones en mayo de ese año, y no obstante el incremento paulatino se llegó a la convicción de que se requieren mejorar varios aspectos para potenciar este mecanismo como una instancia atractiva⁶².

En efecto, al no producirse la referida homologación tributaria, el proceso ha mostrado un estancamiento, como han manifestado los sectores empresariales⁶³.

Algunos son más críticos, afirmando que los resultados del MILA fueron limitados⁶⁴, sin que se exhiba una real integración financiera⁶⁵ y al efecto, se indica que, desde la citada primera transacción realizada por un corredor mexicano en 2014, las adquisiciones desde ese origen de valores de este proyecto subregional fueron mínimas, lo cual ha obedecido a las asimetrías en los ordenamientos comerciales del bloque⁶⁶.

Otras cifras poco promisorias dan cuenta que, en comparación con el tamaño combinado de los mercados de capitales de la Alianza del Pacífico, las transacciones a través de MILA representan una fracción muy pequeña de las totales de sus miembros⁶⁷.

Las trabas que impiden un mejor desenvolvimiento son de diferente naturaleza, y requerirían de un conjunto integral de medidas, más que seguir avanzando gradualmente, si es que se quiere alcanzar una mejoría efectiva. Todo lo cual demanda de un decidido apoyo político, que tenga la capacidad de eliminar barreras que le han impedido avanzar de manera sostenida⁶⁸.

Sobre el particular, se han presentado dos explicaciones, una primera apuntaría a que el MILA sería redundante, puesto que las necesidades del mercado de capitales pueden ser atendidas a nivel nacional o fuera de la región (particularmente en Estados Unidos), y una segunda que va por la línea de que el proceso de integración financiera ha sido insuficientemente ambicioso y aún quedan muchos desafíos pendientes por resolver⁶⁹.

61. VARGAS y BAYARDO (2013) pp. 122-123.

62. BAQUERO (2013) pp. 493-494.

63. NOVAK y NAHMIAS (2015) p. 132.

64. LERAUL (2016) p. 51; HARDY *et al.* (2018) pp. 493-507; VEGA y SANTOLINO (2022).

65. DUARTE *et al.* (2018) pp. 405-411.

66. CAMPA *et al.* (2015) pp. 49-50.

67. PERRY y AUVERT (2016) pp. 32-33.

68. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2016) p. 11.

69. ENOCH *et al.* (2017) pp. 124-126.

Las medidas de integración reales han sido limitadas, puesto que los oferentes aún deben contar con un corredor “corresponsal” en la bolsa del país del inversor, lo que no se traduce en una reducción de costos por este concepto, para llevar a cabo las operaciones transfronterizas⁷⁰. Además, no se han armonizado asuntos como horas de funcionamiento, procedimientos, ni sistemas tributarios para evitar la doble imposición. A lo cual se suma el hecho de que los inversionistas institucionales (especialmente los administradores de fondos de pensiones) cuentan con límites estrictos en lo que respecta a las acciones susceptibles de ser adquiridas⁷¹.

A octubre de 2023⁷², la capitalización bursátil del MILA ascendió a algo más de MM USD 877, con la participación de 591 emisores listados. Cifra esta última, que exhibe un descenso, teniendo en cuenta que al 2015 había 746 emisores⁷³.

En efecto, en México se exhibe bastante reticencia⁷⁴ respecto a esta iniciativa, y ello podría justificar que sean, nuevamente, las bolsas de los tres países sudamericanos las que opten por integrarse de manera más estrecha.

5. Desafíos pendientes para lograr una verdadera integración del MILA

La integración profunda del MILA (y en su caso de las tres bolsas sudamericanas) implica una amplia gama de desafíos: técnicos, jurídicos, culturales e institucionales⁷⁵, tomando en consideración los flujos de capital transfronterizos que lleva involucrado y los desequilibrios de pagos entre países, en un contexto de la ausencia de una moneda común.

Parece haber bastante consenso en orden a que no es eficiente mantener los cuatro mercados operando sólo de modo interconectado, pues lo aconsejable sería alcanzar un efectivo mercado común donde se transen los valores mobiliarios sin la necesidad de la intermediación de un corresponsal en la bolsa de emisión, lo cual llevaría aparejado una reducción en los costos de liquidación, custodia y compensación, bajo un marco uniforme en aspectos impositivos, de protección al inversionista y de solución de conflictos⁷⁶.

70. ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) p. 33; LERAUL (2016) p. 59.

71. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2016) pp. 75-76.

72. MILA (2023) p. 1.

73. MILA (2016) p. 2.

74. BARRAGÁN (2023).

75. LERAUL (2016) pp. 64-66.

76. ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) pp. 39-44.

Con todo, debe advertirse desde ya las dificultades de los ajustes normativos, teniendo en cuenta la fragilidad institucional de la Alianza del Pacífico⁷⁷, que no cuenta con normativa comunitaria propia, que permita que a través de un solo instrumento reglar un aspecto en los cuatro Estados Parte, sino que requiere que, cada uno de ellos, apruebe internamente los preceptos que esta iniciativa intergubernamental vaya sucesivamente pactando, lo cual dificulta y hace más lento la implementación de las transformaciones normativas.

5.1. Aspectos societarios

Como cuestión previa debe considerarse que los cuatro países que conforman el bloque han hecho importantes avances en la adopción altos estándares en varias áreas clave para el desarrollo del mercado de capitales, como la protección de accionistas minoritarios y de tenedores de títulos de deuda; divulgación de información; requisitos más flexibles para la inscripción y ofertas públicas de valores extranjeros. Sin embargo, aún persisten deficiencias en algunas de estas áreas⁷⁸. Con todo, tales limitaciones no suponen escollos insuperables como para impedir la integración⁷⁹.

Se ha afirmado⁸⁰ que, tomando en cuenta que el MILA resulta ser un esquema de integración básico, en comparación con otros que ya están operando, para avanzar en su consolidación, junto con atender a los aspectos técnicos y legales relacionados con las plataformas de negociación, los sistemas de custodia, compensación y liquidación, también es necesario centrarse en asuntos vinculados con: gobiernos corporativos⁸¹, protección de los inversores, en lo que atañe a los derechos políticos y económicos de los accionistas (tomando consideración de su carácter transfronterizo); acuerdos de insolvencia transparentes y eficientes; un tratamiento fiscal justo y equitativo, como también disponibilidad de información clara, confiable, estandarizada y suficiente, caminando hacia un mercado accionario unificado a nivel regional⁸².

Si bien hay estudios⁸³ que han efectuado cotejos normativos, que dan cuenta de bastante semejanza en las regulaciones de los Estados Parte del esquema de integración, en lo que se refiere a los procesos de emisión, obligaciones relacionadas con ello y otros asuntos análogos, se mantiene preceptiva disímil, que dificultan la profundización del mercado integrado, presentándose variados desafíos en transparencia⁸⁴.

77. GALLEGOS (2019) pp. 76-82.

78. HARDY *et al.* (2018) p. 507.

79. PERRY y AUVERT (2016) pp. 36-37.

80. BAQUERO (2013) p. 494.

81. NÚÑEZ *et al.* (2018) p. 33.

82. LARRAÍN (2016) pp. 92-96; ORTA y ROBLES (2018) p. 165.

83. ESCOBAR (2016); LARRAÍN (2016) pp. 12-51; ORTA y ROBLES (2018) pp. 173-181; AMÉSTICA *et al.* (2021).

84. VIEITO *et al.* (2023).

En efecto, las diferencias en los ordenamientos nacionales se han mostrado como un escollo complejo de superar en otras iniciativas análogas que, si bien dan cuenta que el proceso de armonización no es fácil, a la larga, se hace imprescindible asumir ese reto si se quiere viabilizar un fluido acceso a valores mobiliarios extranjeros⁸⁵.

Las medidas de corte político legislativo juegan un rol importante para reducir la volatilidad que acompaña a la integración de los mercados financieros. El mero juego de la oferta y la demanda en los mercados de capital regionales, sin una acción política complementaria, coordinada y comprometida, se traducen en escenarios en que resulta complejo avanzar⁸⁶.

Mirado desde el punto de vista de los aspectos procedimentales involucrados, en su momento, existían diferentes obligaciones de registro en los mercados bursátiles correspondientes que se superponían, dificultando el acceso al sistema. Ante lo cual, en su oportunidad, se sugirió crear un registro único (que incluso tuviere alcances tributarios) para los inversionistas de la Alianza del Pacífico, que les habilite a actuar simultáneamente en todos ellos⁸⁷.

Como hemos indicado, al menos en el plano de registral, para efectos mercantiles, tal exigencia, de modo general, ha sido levantada, mediante diferentes instrumentos emitidos por los entes reguladores.

Se estima aconsejable proseguir con el proceso de armonización de la normativa a efectos de permitir la emisión y las transacciones (adquisiciones, compensaciones, liquidación, etc.) dentro del mercado secundario de todo tipo de valores en los cuatro mercados a través de MILA⁸⁸, alcanzando un marco común para las compensaciones, que permita reducir los costos y los riesgos asociados con la liquidación de transacciones transfronterizas.

En esta línea, sería positivo que se adopte una regulación común para las ofertas públicas iniciales y nuevas emisiones de bonos, enumerando los requisitos y obligaciones de divulgación de información para emisores, a fin de que todos los inversores (tanto locales como extranjeros) conozcan y reconozcan los instrumentos susceptibles de ser adquiridos⁸⁹.

Además, se ha planteado que resultaría recomendable desarrollar un sistema de acceso remoto para los corredores de bolsa (membresía remota) e inversores en los cuatro mercados, atendido que, en la actualidad, esos operadores (y consiguientemente los inversores) solo tienen acceso a través de corresponsales (corredores locales) lo cual supone un proceso altamente ineficiente.

85. FIGUEROA (2014) p. 281.

86. CAMPA *et al.* (2015) p. 20.

87. FIGUEROA (2014) p. 281.

88. CAMPA *et al.* (2015) p. 20.

89. PERRY y AUVERT (2016) p. 40.

Mediante este mecanismo -utilizado en diferentes iniciativas de integración bursátil⁹⁰ - los corredores tienen la posibilidad de operar directamente en otros mercados, suprimiendo la necesidad de contar con un patrocinador local, circunstancia que reduce los costos de transacción y elimina los riesgos crediticios asociados a la operación a través de corresponsales.

Otra iniciativa en la que se está avanzando dice relación con los pasaportes de fondos de inversión, figura que permite que un fondo constituido y autorizado en un país de la Alianza del Pacífico sea reconocido, y con ello susceptible de ser comercializado en los demás mercados del bloque. Esta iniciativa fue autorizada por los supervisores locales de los Estados sudamericanos⁹¹, pero para su implementación se requiere se adopten otras medidas, especialmente en México, donde esta iniciativa no ha avanzado.

Según la experiencia asiática (Asian Region Funds Passport) es necesario que se ajuste la regulación tributaria para facilitar esta clase de operaciones⁹². En la Unión Europea existe una regulación mediante Directivas que norman los requisitos para que los fondos de inversión puedan operar en el territorio de ese espacio integrado, que demandan un estándar mínimo y común, relativo a entrega de información y protección de los inversionistas⁹³.

Asimismo, se ha planteado que sería aconsejable⁹⁴ se cree una especie de “MILA VIP”, que cuente con estándares más altos al de las regulaciones generales, especialmente en el ámbito del gobierno corporativo⁹⁵ (con normas especiales sobre los miembros independientes de las juntas directivas, sobre auditorías externas, etc.), acciones preferentes, sistemas especiales de solución de conflictos, requisitos de divulgación periódica de información, entre otros puntos, lo cual, podría resultar un incentivo para inversionistas extranjeros.

90. Suele denominarse como “modelo nórdico”, puesto que opera en los procesos de integración bursátil entre Dinamarca, Noruega y Suecia.

91. A tal efecto, en Chile se dictó la resolución exenta n° 246, de 2014, de la entonces SVS, que exime de la obligación de inscripción a determinados valores extranjeros, instrumento que fue modificado, para estos efectos, mediante la resolución exenta n° 3.092, de 2018, de la CME.

En Colombia, se dictó el decreto n° 1.756, de 2017, del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que modifica el decreto n° 2.555, de 2010, de la misma Secretaría de Estado, en materia de fondos de inversión del exterior, como también la circular n° 15, de 2018, de la Superintendencia Financiera, que imparte instrucciones relativa a la distribución de fondos del exterior.

En Perú, se dictó la resolución n° 22, de 2018, de la SMV, reglamento para el reconocimiento de fondos del exterior.

92. ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) pp. 37-38.

93. Véase LARRAÍN (2016) pp. 73-86.

94. PERRY y AUVERT (2016) p. 38.

95. Sobre una aproximación general relativa a los gobiernos corporativos de empresas listadas en el MILA Véase TORRES y CORREA (2021) pp. 78-81.

5.2. Supervisión, aspectos orgánicos y cambiarios

Se ha sostenido que los supervisores en mercados pequeños y fragmentados suelen tener una visión local, por lo cual, muchas veces no están preparados para entender la dinámica compleja de los mercados integrados, todo lo cual requiere de una adaptación de mayor envergadura a la mera sumatoria de las partes⁹⁶.

En la Unión Europea, a lo largo del tiempo, se ha establecido un sistema de supervisión que opera sobre base de Directivas generales que han regulado los asuntos mercantiles conflictivos, que luego se incorporan en las normativas locales, dejando los aspectos técnicos entregados a órganos especializados, cuyas preceptivas se incorporan por los reguladores y supervisores sectoriales y los bancos centrales.

En el caso de Euronext, en un comienzo, los emisores, inversores y corredores continuaron siendo regulados y supervisados por las autoridades nacionales de origen. Asimismo, los reguladores y supervisores establecieron acuerdos de cooperación, pero, con el tiempo, se percataron que la armonización regulatoria y una cooperación supervisora más intensa resultaba crucial⁹⁷.

Una de las dificultades que presenta el MILA, entre otros aspectos, se relaciona con la falta de una autoridad única de supervisión⁹⁸, lo que sujeta a los operadores a diferentes normativas, en asuntos altamente sensibles, como, por ejemplo, lo referente al uso de la información privilegiada y las eventuales sanciones penales involucradas⁹⁹.

El proyecto en estudio debiese especificar y formular una estrategia integral para avanzar en el proyecto de mercado integrado, identificando y priorizando hitos para la armonización intragrupo e implementar tales estándares y marcos comunes¹⁰⁰.

El Fondo Monetario Internacional también ha puesto en evidencia las falencias institucionales, pues señala que la agenda de las autoridades competentes en la materia, conducentes a regular el MILA es llevada, en gran parte, por funcionarios de los Ministerio de Finanzas (o Hacienda), del país que ocupa la presidencia pro t mpore rotativa, lo cual tiene el inconveniente de la falta de continuidad en los recursos administrativos involucrados, haciendo que su avance se segmente en una sumatoria de medidas ad hoc, lo cual le resta coherencia e impulso al desenvolvimiento efectivo del proyecto.

96. BAQUERO (2013) p. 495.

97. PERRY y AUVERT (2016) p. 31.

98. LERAUL (2016) p. 66.

99. Véase SARMIENTO (2013) pp. 629-644.

100. CAMPA *et al.* (2015) p. 43.

Comentando esa propuesta, otros autores¹⁰¹, teniendo presente la reticencia de los impulsores de la Alianza del Pacífico por crear estructuras estables han sostenido que resultaría más factible comenzar con una unidad menos ambiciosa, una secretaría especializada en estimular la integración financiera, con poco personal de alto nivel, “bien remunerado”, que responda a los ministros de finanzas y a los reguladores de los Estados Parte, apoyada técnicamente por los bancos regionales de desarrollo, con diferentes funciones que detallan, con lo cual, a su juicio, entre otros elementos positivos, se contaría con: asegurar estudios requeridos de calidad y en forma oportuna, que sirvan de base para la proposición de decisiones, y superar la tendencia natural de los reguladores locales a pensar que cada uno de ellos ha desarrollado “el mejor” marco regulatorio y, por lo tanto, que la armonización regional debe basarse en los mismos.

Por otra parte, se plantea, que para solucionar eventuales conflictos que pudieren suscitarse sería conveniente contar con una jurisdicción única, a fin de evitar la duplicidad de costos y la incertidumbre implícita si existiesen dos foros para conocer de una controversia sobre la materia¹⁰².

Otros autores recomiendan¹⁰³, a largo plazo, se proceda a una armonización total de la normativa que conduzca a la formación de una única bolsa de valores, dicho proceso debiese basarse en un acuerdo general para adoptar los más altos estándares y conseguir una armonización sustantiva real, basada en el reconocimiento mutuo, focalizando los deberes de supervisión en el país de origen (como ha sucedido en la Unión Europea), aunque en un marco de una fuerte cooperación entre los supervisores, incluidos amplios intercambios de información y revisiones conjuntas.

Añadiendo que, esta decisión debiese producirse cuando las bolsas de Colombia, Santiago y Lima admitan de que sus mercados locales no proporcionan una escala adecuada para niveles óptimos de eficiencia, liquidez y diversificación, y que el simple enrutamiento de pedidos resulta ser una forma insuficiente de lograr una efectiva integración de los mercados. Las bolsas colombianas de Bogotá, Medellín y Cali ya pasaron por el proceso de esta naturaleza al constatar la insuficiencia de su tamaño, por lo que procedieron a integrarse en la Bolsa de Valores de Colombia, y aunque la implementación de esa decisión fue compleja, requirió inversiones importantes y tomó varios años, hoy no parece haber duda de que fue una medida inevitable.

101. PERRY y AUVERT (2016) pp. 45-46.

102. ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) p. 31.

103. PERRY y AUVERT (2016) pp. 43-44.

Aun cuando el integrar tres bolsas de valores nacionales sudamericanas en una sola parece una tarea difícil, puesto que requiere adecuaciones de muy variada naturaleza, a través de una medida de este tipo se proporcionaría un impulso al MILA, tomando en consideración que su tamaño combinado sería similar al que exhibe la bolsa mexicana. Como resultado de tal convergencia podría producirse un incentivo más sólido para que las autoridades de ese país mesoamericano estén dispuestas a avanzar hacia una mayor armonización en el marco del mercado integrado, atendido el mejor equilibrio de intereses entre estos dos (potenciales) partícipes del MILA, en tal supuesto, con envergaduras equiparables.

Otra dificultad se relaciona con que, a diferencia de lo que ocurre en la Unión Europea, en los países de este bloque no se cuenta con una moneda común, por lo que la liquidación de las acciones se ve afectada por la coyuntura del tipo de cambio de la operación¹⁰⁴, y como consecuencia de que las operaciones deben realizarse mediante la compra de dólares en los países involucrados, supone un doble cobro de spread.

Ahora bien, actores del mercado ven poco viable, en el corto y mediano plazo, que se alcance un mercado cambiario entre monedas de la Alianza del Pacífico, dado el volumen de las transacciones efectuadas. Ante lo cual, se ha propuesto, por lo pronto, que cada país establezca un sistema de liquidación y compensación de dólares a nivel local que haga más expeditas y menos costosas estas operaciones financieras, todo lo cual requiere de la venia y control por parte de las autoridades monetarias involucradas¹⁰⁵.

5.3. Aspectos tributarios

Dentro del MILA existen asimetrías en el plano tributario, lo que, entre otros aspectos, se grafica en las diferentes tasas que deben aplicarse a los repartos de dividendos en las diferentes jurisdicciones¹⁰⁶.

La armonización de los marcos impositivos, regulatorios y contables ayudaría a contar con un campo nivelado y probablemente también estimularía la inversión desde el extranjero hacia el área¹⁰⁷.

Se requiere una acción decidida para lograr estructuras impositivas similares en la subregión, si se desea evitar arbitraje de impuestos. En este sentido, una prioridad clave podría ser la alineación en los impuestos a las ganancias de capital en los cuales se presenta heterogeneidad.

104. SANDOVAL y SOTO (2016) pp. 2-4; VARGAS y BAYARDO (2013) pp. 127-128.

105. ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) pp. 22-23.

106. GIL (2020) p. 39.

107. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2016) p. 10; LARRAÍN (2016) p. 90; ORTA y ROBLES (2018) p. 196.

Si bien se han alcanzado acuerdos bilaterales sobre doble tributación (los cuales, valga la pena consignar, que no eliminan la doble tributación completamente¹⁰⁸), sería aconsejable alcanzar un instrumento común en esta materia para los cuatro Estados, concebido con la finalidad de potenciar el flujo de capitales en el marco del MILA, que tienda a establecer procedimientos análogos para obtener certificados y un reconocimiento, expedito, de los documentos emitidos por las autoridades impositivas locales frente a sus pares, con lo cual se reduciría la incertidumbre en las operaciones efectuadas¹⁰⁹.

Bajo esta lógica, el 14 de octubre de 2017, los Ministros de Finanzas de los Estados Parte firmaron un acuerdo conducente a evitar la doble tributación para los fondos de pensiones que inviertan en alguno de los mercados de los países que conforman este esquema, con el objetivo de incrementar las inversiones intrazonas.

En virtud de este acuerdo se reconoce la condición de residentes a los fondos de pensiones¹¹⁰, con lo cual quedan amparados bajo los instrumentos bilaterales ya existentes para evitar la doble tributación.

En conformidad con este tratado, los fondos de pensiones sólo tributan por ganancias de capital en el país donde estén constituidos o sean residentes, siempre que las operaciones de compra/venta de acciones las hayan efectuado a través del MILA.

En lo que atañe a dividendos e intereses, se establece una potestad tributaria compartida entre la fuente y la residencia.

En lo que respecta a intereses, el país fuente no puede cobrar una tasa mayor al 10%, mismo porcentaje máximo que se puede aplicar a dividendos.

Dicho lo anterior, se recomienda¹¹¹ adecuar los acuerdos bilaterales entre los Estados Parte para evitar la doble imposición, cubriendo diferentes supuestos que pudieren configurarse con el mercado integrado.

108. La Decisión n° 578, de 2004, de la Comunidad Andina de Naciones, resulta aplicable a las personas domiciliadas en Colombia y Perú; en el caso de la relación entre Chile y Colombia, se contaba con un convenio para evitar la doble tributación, aprobado en Colombia, mediante la Ley n° 1.261, de 2008, y en Chile, mediante el decreto n° 232, de 2009, de su Ministerio de Relaciones Exteriores; mientras que la relación entre Chile y Perú, se encontraba normada en el convenio para evitar la doble tributación, aprobado en Chile mediante el decreto n° 297, de 2003, del Ministerio de Relaciones Exteriores, y en Perú, mediante resolución legislativa n° 27.905 de 2003.

109. ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) pp. 19-20.

110. Los tratados de doble tributación favorecen a los contribuyentes de cada país, siendo que los fondos de pensiones están exentos del impuesto a la renta, conforme a lo cual, sí debiesen tributar en los restantes países, a pesar de no tributar en su país de origen. Con este convenio se le brinda el carácter de contribuyente a los fondos de pensiones para estos fines [ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) pp. 20-21].

111. PERRY y AUVERT (2016) pp. 42-43.

Otro sector va más allá, y propone armonizar y simplificar los procedimientos tributarios relacionados con los incrementos obtenidos de los países del bloque de un contribuyente no residente, aplicando un impuesto único y parejo con una tasa (tipo) del 5% a todas las rentas del país fuente (dividendos, ganancias de capital o intereses), idéntico entre los cuatro países, el cual genere un crédito del 100% en su país de residencia¹¹².

6. Conclusiones

Los procesos de integración bursátil son iniciativas que se han dado en distintas esferas del mundo para aprovechar una mayor profundidad de los mercados. Para lograr éxito en estas propuestas se requiere que se efectúen cambios en distintos aspectos de la normativa, tanto en aquella societaria, relacionada con los derechos de los accionistas, estructuras orgánicas y otros elementos; de fiscalización, relativa a los entes encargados de velar por adecuado funcionamiento del mercado de valores, ya sea a través de un ente centralizado o una efectiva coordinación entre las agencias del ramo; tributaria, respecto a los gravámenes que afecten las transacciones y las utilidades que generen las acciones en las cuales se invierta, e incluso cambiaria, referente a la liquidación, y expedita remesa de las inversiones, que se tuvieron oportunidad de revisar, que hagan atractivo a los agentes económicos emplear estos mecanismos. Si bien el Mercado Integrado Latinoamericano parecía conceptualmente como una propuesta interesante, la misma no ha sido respaldada por todos los cambios regulatorios necesarios, y con el paso del tiempo ha ido perdiendo impulso, no obstante, la envergadura de los cuatro mercados que participan.

Es de esperar que la fusión de las bolsas de Santiago, Colombia y Lima signifique ajustes de la preceptiva, que ponga en un pie más equilibrado a estos centros bursátiles frente al de México, y con ello, se retome ya a dos partes, el impulso inicial que exhibió el proyecto. La tarea es compleja, pues demanda modificaciones en distintos campos como los mencionados, y dependerá del impulso que le impregnen los actores involucrados de persuadir a los legisladores y agencias reguladoras de acompañar el proceso.

112. ACUÑA y HERNÁNDEZ (2018) p. 20.

Sobre el autor

Jaime Gallegos Zúñiga es doctor en Derecho, máster en estudios avanzados en Derecho Financiero y Tributario, magíster en Derecho de los negocios internacionales por la Universidad Complutense de Madrid. Licenciado en ciencias jurídicas y sociales de la Universidad de Chile, misma Casa de Estudios donde es profesor asociado y Director de su Departamento de Derecho Económico. Sus áreas de investigación son Derecho Bancario y Financiero, Derecho Económico Internacional, Políticas Económicas y Derecho Internacional Privado, entre otras materias.

Referencias bibliográficas

- ACUÑA, Carlos y HERNÁNDEZ, Leonardo (2018). Hoja de ruta para la integración financiera en la Alianza del Pacífico (Santiago, OEAP/CLAPES UC).
- AMÉSTICA, Luis, KING, Andrea, MORAGA, Viviana y ROMERO, Rodrigo (2021). “Influencia del directorio en el desempeño del Mercado Integrado Latinoamericano”. *Revista Finanzas y Política Económica*, vol. 13, N° 1, pp. 225-251.
- BAQUERO, Mauricio (2013). “Legal Certainty and Financial Markets Integration: The MILA case”. *Law and Business Review of the Americas*, vol. 19, N° 4, pp. 487-502.
- BRESSAN, Regiane y LUCIANO, Bruno (2018). “La Alianza del Pacífico como un actor regional”. En PASTRANA, Eduardo y BLOMEIER, Hans (eds.) *La Alianza del Pacífico: ¿Atrapada en el péndulo del regionalismo y del interregionalismo?* (Bogotá, KAS), pp. 173-186.
- BROWN, Latoya (2013). “Rise of Intercontinental Exchange and Implications of Its Merger with NYSE Euronext”, *Journal of Law and Commerce*, vol. 32, N° 1, pp. 109-134.
- CAMPA, Mario, ESSL, Sebastian, GUNDOGDU, Muhammed, PAGE, Caitlin, ZHANG, Hongrui y ZHAO, Liting (2015). *Regional capital markets integration in Latin America: MILA & beyond*, (Washington, Inter-American Development Bank & Columbia University).
- DELGADO, Layla y ZENG, Ai-Min (2023). “Reporting quality, stock market integration, and investment efficiency in Latin America”, *Borsa Istanbul Review*, vol. 23, N°4, pp. 779-803.
- DORODNYKH, Ekaterina (2014). “Determinants of stock exchange integration: evidence in worldwide perspective”. *Journal of Economic Studies*, vol. 41, N° 2, pp. 292-316.
- DUARTE, Juan, GARCÉS, Laura, VARGAS, Silvia y VÁSQUEZ, Valentina (2018). “Evaluación de la integración financiera entre los países pertenecientes al Mercado Integrado Latinoamericano”. *Innodect*. <http://dx.doi.org/10.4995/INN2018.2018.8785>.

- DURRANI, Kassim y VIOLANTE, Jonathan (2016). "Market Liquidity and the Latin American Integrated Market (MILA)". En TORRES, Mario y VIOLANTE, Jonathan (eds.) *Emerging Markets. The Pacific Alliance Perspectives & Opportunities for Latin America* (Salamanca, European Institute of International Studies), pp. 265-288.
- ENOCH, Charles, BOSSU, Wouter, CÁCERES, Carlos y SINGH, Diva (2017). *Financial Integration in Latin America: A New Strategy for a New Normal*, (Washington, IMF).
- ESCOBAR, Carmen (2016). *La regulación del mercado de valores en el mercado integrado. Ofertas públicas primarias y bonos* (Washington, Banco Interamericano de Desarrollo).
- ESPINOSA, Christian, GORIGOITÍA, Juan y VIEITO, João (2020). "Stock exchange mergers: a dynamic correlation analysis on Euronext". *Portuguese Economic Journal*, vol. 19, N° 2, pp. 81-98.
- FIGUEROA, Dante (2014). "Integrating Latin American Stock Markets: The Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): Innovations and Perspectives". *American University Business Law Review*, vol. 3, N° 2, pp. 277-304.
- FRADIQUE, Carlos y MORCILLO, Luis (2017). "Rising Star". *International Financial Law Review*, vol. 36, N° 8, pp. 49-50.
- GALLEGOS, Jaime (2019). "La Alianza del Pacífico, aspectos jurídicos organizacionales y de su sistema de solución de controversias". *Estudios Internacionales*, N° 194, pp. 75-94.
- GASPAR, José (2011). "Análisis de ciertos aspectos legales de la operatividad del Mercado Integrado Latinoamericano, MILA". En: DEPARTAMENTO DE DERECHO COMERCIAL DE LA UNIVERSIDAD DE CHILE (ed.) *Jornadas chileno-uruguayas de Derecho Comercial* (Santiago, Librotecnia), pp. 195-203.
- GIL, Diego (2020). "Análisis del marco tributario de los países miembros del MILA y su efecto en la negociación de acciones entre países". *Punto de Vista*, vol. 11, N° 17, pp. 31-48.
- GIOFRÉ, Maela (2021). "Stock exchange consolidation and cross-border investment: An empirical assessment". *Journal of Financial Stability*, vol. 53, pp. 1-29.
- GIRALDO, John, SOTO, Mateo y MEJÍA, Juan (2018). "Características de la información contenida en los reportes integrados: una visión para el mercado integrado de América Latina (MILA)". *Contaduría Universidad de Antioquia*, N° 73, pp. 163-198.
- HARDY, Nicolás, MAGNER, Nicolás, LAVÍN, Jaime, CÁRDENAS, Rodrigo y JARA, Mauricio (2018). "Small consequences of a major agreement: the MILA case". *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, vol. 31, N° 3, pp. 486-518.

- HELLSTRÖM, Jörgen, LIU, Yuna y SJÖGREN, Tomas (2018). "Stock Exchange Mergers and Weak-Form Information Efficiency: Evidence from the OMX Nordic and Baltic Consolidation". *Nordic Journal of Business*, vol. 67, N° 2, pp. 114-136.
- HERNÁNDEZ, Gerardo y BARRIOS, Rosita (2016). "El rol de los reguladores y supervisores de la Alianza del Pacífico: Apoyo que contribuye a las iniciativas de integración de los mercados de valores". *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, N° 48, pp. 1-9.
- HIRSCH, Sandrine y MARQUETTE, Vanessa (2000). "Euronext Leads the Way for European Exchange Mergers". *International Financial Law Review*, vol. 19, N° 11, pp. 18-23.
- HURTADO, Alberto (2017). "Avances en la Integración Financiera de la Alianza del Pacífico". En: MORA, José y OSORIO, María Caballero (comps.) *La Alianza del Pacífico: Nuevos retos e implicaciones para Latinoamérica* (Cali, Javeriano), pp. 125-142.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2016). *Financial Integration in Latin America* (Washington, IMF).
- LARRAÍN, Guillermo (2016). *Integración financiera en América Latina. Realidades, desafíos y propuestas estratégicas* (Washington, BID).
- LERAUL, Daniel (2016). "Trading with Neighbors: Regional Stock Exchange Integration-The Mercado Integrado Latinoamericano". *Latin American Business Review*, vol. 17, N° 1, pp. 49-71.
- MARTINETTI, Eduardo (2016). "Perú y la evolución de la Alianza del Pacífico como proceso de integración económica regional". *Revista Mexicana de Política Exterior*, N° 106, pp. 109-131.
- MILA (2023). *MILA News*, n° 143, octubre.
- MILA (2016). *MILA News* n° 51, enero.
- MONTEAGUDO, Manuel (2018). "The Pacific Alliance in Search for a Financial Integration: So Close and yet so Far". *Global Trade and Customs Journal*, vol. 13, N° 10, pp. 453-471.
- MUÑOZ, Jorge, SEPÚLVEDA, Sandra, VELOSOS, Carmen y DELGADO, Carlos (2022). "Effects of MILA on their stock markets: an empirical analysis on market activity and dynamic correlations". *International Journal of Emerging Markets*, vol. 17 N° 2, pp. 574-599.
- NOVAK, Fabián y NAHMIAS, Sandra (2015). *Alianza del Pacífico: Situación, perspectivas y propuestas para su consolidación* (Lima, PUCP – KAS).
- NÚÑEZ, Georgina, PERROTINI, Ignacio y LÓPEZ, Francisco (2018). "Gobierno corporativo y deuda internacional de empresas latinoamericanas". *Revista de la CEPAL*, N° 126, pp. 31-45.

- OROZCO, Jorge y RAMÍREZ, Breyner (2016). “Análisis comparativo de los mercados bursátiles que integran el MILA”. *Revista Contexto*, N° 5, pp. 53-62.
- ORTA, Carlos y ROBLES, Rocío (2018). “Mercado Integrado Latinoamericano”. En ROBLES, Rocío, SALAZAR, Gabriela, NUCCI, Hilda y NEGRETE, Óscar (comps.) *Ley del Mercado de Valores. Temas selectos* (Ciudad de México, Tirant Lo Blanch), pp. 161-197.
- ORTEGÓN, Jorge y TORRES, Felipe (2016). “El mercado integrado latinoamericano, MILA. Estado del arte”. *Cuadernos Latinoamericanos de Administración*, vol. 12, N° 23, pp. 7-15.
- OTCHERE, Isaac y ABUKARI, Kobana (2020). “Are super stock exchange mergers motivated by efficiency or market power gains?”. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 64, pp. 1-15.
- PERRY, Guillermo y AUVERT, Diego (2016). *Financial Integration in the Pacific Alliance* (Washington, Wilson Center-IDB).
- ROMERO, José (2014). *Integrando mercados. MILA, motor de la Alianza del Pacífico* (Lima, Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas).
- SANDOVAL, Eduardo y OLEA, Fernando (2020). “Latin American integrated market. Is there cointegration after the entry of Mexico?”. *Revista Globalización, competitividad y gobernabilidad*, vol.14, N° 3, p.34-47.
- SANDOVAL, Eduardo y SOTO, Macarena (2016). “Mercado Integrado Latinoamericano: Un análisis de cointegración”. *Revista Internacional Administración & Finanzas*, vol. 9, N° 2, pp. 1-17.
- SARMIENTO, Jaime (2013). “Uso de la información privilegiada dentro del Mercado Integrado Latinoamericano de Valores (MILA)”. En ALJURE, Antonio, LEÓN, Edgar, LÓPEZ, Yira y BOTERO, Carlos (coords.) *Estudios de Derecho privado. Liber Amicorum en homenaje a Hernando Tapias Rocha*, (Bogotá, Editorial Universidad del Rosario) pp. 617-644.
- SCHAMMO, Pierre (2008). “Regulating Transatlantic Stock Exchanges”. *International and Comparative Law Quarterly*, vol. 57, N° 4, pp. 827-862.
- SUÁREZ, Yuli, GARCÍA, María y GÓMEZ, Mauricio (2019). “CSR communication through Facebook in the Latin American integrated market (MILA). Disclosure, interactivity and legitimacy”. *Meditari Accountancy Research*, vol. 27, N° 5, pp. 741-760.
- TORRES, Sandra y CORREA, Diego (2021). “Impacto del gobierno corporativo en el valor de las empresas latinoamericanas: evidencia desde el MILA”, *Suma de negocios*, vol. 12, N° 26, pp. 73-82 pp.
- UNNI, Ankush (2022). “The Case for a Decentralized Stock Exchange”. *Bristol Law Review*, vol. 8, pp. 219-250.

- VAN KLAVEREN, Alberto (2018). “El eterno retorno del regionalismo latinoamericano”. Nueva Sociedad, N° 275, pp. 62-72.
- VARGAS, William y BAYARDO, José (2013). “El MILA. Mercado de Integración entre Chile, Perú y Colombia”. Revista de Relaciones Internacionales, Estrategia y Seguridad, vol. 8, N° 1, pp.113-133.
- VEGA, Juan y SANTOLINO, Miguel (2022). “Capital flows in integrated capital markets: MILA case”. Quantitative finance and economics, vol.6, N°4, p. 622-639.
- VIEITO, João, ESPINOSA, Christian, WONG, Wing-Keung, BATMUNKH, Munkh-Ulzii, CHOIJIL, Enkhbayar y HUSSIEN, Mustafa (2023). “Herding behavior in integrated financial markets: the case of MILA”. International Journal of Emerging Markets.
- XIE, Wenjing, VIEITO, João, CLARK, Ephraim y WONG, Wing-Keung (2020). “Could Mergers Become More Sustainable? A Study of the Stock Exchange Mergers of NASDAQ and OMX”. Sustainability, vol. 12, N° 20, pp. 1-25.
- YEPES, Beatriz, GONZÁLEZ, Kelly y GONZÁLEZ, María (2015). “The integration of stock exchanges: The case of the Latin American Integrated Market (MILA) and its impact on ownership and internationalization status in Colombian brokerage firms”. Journal of Economics, Finance and Administrative Science, vol. 20, N° 39, pp. 84-93.
- ZAMARRA, Julián, PÉREZ, Daniela y PAREJA, Aura (2020). “El informe de auditoría en los países del MILA”. Desarrollo Gerencial, vol. 12, N° 1, pp. 1-20.

Documentos electrónicos

- BARRAGÁN, Víctor (2023). “MILA no creció desde su creación en el 2011”. Disponible en: <<https://www.eleconomista.com.mx/mercados/MILA-no-crecio-desde-su-creacion-en-el-2014-20230518-0097.html>> [Fecha de consulta: 7 de octubre de 2023].
- BOLSA DE SANTIAGO (2023). “Bolsas de Santiago, Colombia y Lima aprueban creación de holding regional que busca ser uno de los mercados de valores más relevantes de América Latina”. Disponible en: <[https://servicioscms.bolsadesantiago.com/Corporativo/Documentos%20Noticias/Noticias%20Corporativas/2023%20comunicaciones%20-%20Ed.%20Financiera/Notas%20de%20Prensa/CONCRETAN%20CREACIO%CC%81N%20DE%20HOLDING%2001%20\(3\).pdf](https://servicioscms.bolsadesantiago.com/Corporativo/Documentos%20Noticias/Noticias%20Corporativas/2023%20comunicaciones%20-%20Ed.%20Financiera/Notas%20de%20Prensa/CONCRETAN%20CREACIO%CC%81N%20DE%20HOLDING%2001%20(3).pdf)> [Fecha de consulta: 2 de octubre de 2023].

Normativa

Decisión n° 578, de la Comunidad Andina, de 4 de mayo de 2004.

Ley 1.261, de Colombia, de 24 de diciembre de 2008

Ley 30.341, de Perú, de 12 de septiembre de 2015.

Resolución legislativa 27.905, de Perú, de 5 de enero de 2003.

Ley de reforma financiera de México, de 10 de enero de 2014.

Decreto 297, del Ministerio de Relaciones Exteriores de Chile, de 5 de enero de 2004.

Decreto 232, del Ministerio de Relaciones Exteriores de Chile, de 11 de febrero de 2010.

Decreto 2.241, del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, de 24 de noviembre de 2015.

Norma de Carácter General 352, de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, de 21 de octubre de 2013.

Resolución 246, de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, de 6 de octubre de 2014.

Resolución 107-2010-EF/94.01.1. de CONASEV Perú, de 29 de octubre de 2010.

Resolución 036-2011-EF/94.01.1, de CONASEV Perú, de 23 de mayo de 2011.

Resolución 3, de la Superintendencia del Mercado de Valores de Perú, de 2 de febrero de 2016.

Resolución 7, de la Superintendencia del Mercado de Valores de Perú, de 17 de marzo de 2016.