

**Influencia del derecho en iniciativas de integración financiera: El caso del
Mercado Integrado Latinoamericano**

Ricardo Andrés Ordosgoitia Maza

«Informe final de trabajo de grado para optar por el título de Abogado»

Asesora: Rafaela Sayas Contreras



Universidad de Cartagena
Facultad de Derecho y Ciencias Políticas
Cartagena de Indias, Colombia

2020

Agradecimientos:

A mi abuela, por impulsarme a perseguir mis sueños.

A mi madre, por siempre estar tras bambalinas.

A mis hermanas, por su apoyo y confianza incondicional.

A mi asesora de tesis, por toda la orientación brindada.

A Victoria Tinoco, por vincularme al programa de investigadores BanRep.

A la Universidad de Cartagena, por formarme.

ÍNDICE DE CONTENIDO

RESUMEN.....	4
INTRODUCCIÓN.....	6
1. INICIATIVAS DE INTEGRACIÓN FINANCIERA.....	10
1.1. Integración financiera: Un fenómeno global.....	12
1.2. Mercados de capitales y crecimiento económico.....	19
1.3. Integración Bursátil: Mercados de capitales integrados.....	26
2. EL ROL DEL DERECHO EN LA INTEGRACIÓN.....	34
2.1. Aspectos regulatorios de la integración y los mercados bursátiles.....	36
2.2. Filosofía regulatoria de los mercados bursátiles.....	42
3. INTEGRACIÓN FINANCIERA EN LA ALIANZA DEL PACÍFICO.....	46
3.1. Descripción de los mercados que integran la AP.....	49
3.2. El Mercado Integrado Latinoamericano.....	51
4. MARCO REGULATORIO DEL MILA.....	56
A) Proceso de conformación del MILA.....	57
B) Esquema regulatorio del MILA.....	60
5. DESAFÍOS REGULATORIOS DEL MILA.....	63
CONCLUSIONES.....	68
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	70

RESUMEN

El presente trabajo, pretende examinar desde una metodología cualitativa, el marco jurídico que reviste al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) e identificar la influencia que dicho marco ejerce en el desarrollo de la iniciativa integradora. Para esto, propone un análisis híbrido del mercado, desde dos perspectivas interconectadas: La jurídica y la económica. En su desarrollo, esta investigación describe los motivos que respaldan el surgimiento de iniciativas de integración financiera y analiza las consecuencias (jurídicas y económicas) derivadas de estos procesos. Seguidamente, realiza un balance de eficiencia del MILA, determinando su impacto en el desarrollo y crecimiento económico regional. Por ultimo, estudia jurídicamente la conformación, estructura y operatividad del mercado integrado e identifica los desafíos regulatorios actuales que enfrenta la iniciativa de integración.

PALABRAS CLAVE

MILA, Integración Financiera, Mercado de capitales, Regulación, Memorandos de Entendimiento, Bolsas de Valores.

ABSTRACT

The present work aims to examine, from a qualitative methodology, the legal framework that covers the Latin American Integrated Market (MILA) and to identify the influence that this framework has on the development of the integration initiative. To this end, it proposes a hybrid analysis of the market, from two interconnected perspectives: the legal and the economic. In its development, this research describes the reasons that support the emergence of financial integration initiatives and analyzes the legal and economic consequences derived from these processes. Next, it makes a balance of efficiency of the MILA, determining its impact in the regional development and economic growth. Finally, it makes a legal study of the formation, structure and operation of the integrated market and identifies the current regulatory challenges that face the integration initiative.

KEYWORDS

MILA, Financial Integration, Capital Markets, Regulation, Memorandums of Understanding, Stock Exchanges.

INTRODUCCIÓN

El desarrollo de los mercados financieros influye directamente en el crecimiento económico de los países. Particularmente, el mercado de capitales desempeña un rol importante dentro de la economía al orquestar flujos de capital entre diferentes agentes, posibilitar el ahorro a corto y largo plazo, la financiación de inversiones y la capitalización de emprendimientos. Entre otras consideraciones, se estima que contar con un mercado de capitales profundo y líquido, constituye un indicio de madurez en el sistema financiero de una nación.

Las operaciones habilitadas dentro de un determinado mercado están sujetas a esquemas robustos de regulación y supervisión, encaminados a custodiar la estabilidad financiera del país. Este marco legal, de carácter normativo e institucional, tiene como objetivo reglamentar y monitorear distintos aspectos esenciales para la sana operación del mercado de capitales.

En este sentido, puede afirmarse que el derecho reviste -y condiciona- la operatividad de los mercados. Encapsulando el funcionamiento de estos dentro de un *Universo Regulatorio*, compuesto por múltiples normas, directrices o manuales de tipo financiero, bursátil, societario, tributario, contable y procedimental, que delimitan las buenas practicas de mercado para todos los agentes participantes. Algunas de las disposiciones más importantes, son las relativas a la libre competencia, la revelación y transparencia en el manejo de información, la gestión del riesgo y el gobierno corporativo.

La globalización y el fortalecimiento de relaciones comerciales entre países -junto a otros motivos que aporta la doctrina- han impulsado el surgimiento de iniciativas de integración de mercados de capitales. En las últimas décadas se han proyectado numerosos acuerdos de cooperación entre mercados, atendiendo a factores de carácter geográfico, económico o político. Iniciativas en auge o plenamente consolidadas destacan en Europa, Asia y África, reflejando la disposición de los estados miembros, que aúnan esfuerzos en pro de la estabilidad y el crecimiento económico regional.

En la actualidad, la integración financiera entre países vecinos o miembros de una comunidad de naciones, es un fenómeno replicado en todo el mundo. En Latinoamérica, concretamente, comenzó a operar en el año 2011 el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA por sus siglas). Iniciativa de la que hoy hacen parte las bolsas y depósitos de valores de Chile, Colombia, México y Perú, cuatro países que a su vez conforman un bloque regional denominado “Alianza del Pacífico”.

Tal como ocurre en el ámbito local, la conformación y el funcionamiento de un mercado integrado presupone la existencia de un marco legal aún más robusto y transversal. En este escenario de integración, la operación del mercado tendrá lugar dentro de un *Macro Universo Regulatorio*, en el cual confluirán múltiples disposiciones de carácter nacional y transnacional. La observancia de este complejo esquema de regulación es necesaria para salvaguardar los intereses de los estados miembros y de todos los participantes de la iniciativa integradora.

El proceso de construcción, aplicación y consolidación de este marco legal, puede suponer múltiples desafíos para las iniciativas de integración financiera, e incluso, condicionar la eficacia, el éxito o el fracaso de las mismas. Estos desafíos regulatorios, tienden a acentuarse cuando los países miembros son considerados “Mercados

Emergentes” en razón a su estado de desarrollo. Este puntualmente, es el caso de los cuatro mercados de capitales que conforman el MILA.

En particular, los desafíos regulatorios del MILA necesitan ser abordados con una mirada actual. Las condiciones de los cuatro mercados de valores que lo integran han evolucionado en los últimos años. El MILA de hoy, no es el mismo MILA de 2016 y mucho menos, el mismo de 2012. Distintas políticas económicas y filosofías regulatorias han tomado lugar desde entonces, así como diversas reformas en las normas e instituciones de los países que conforman el Mercado Integrado. En Colombia, por ejemplo, la reciente adhesión a la OCDE ha supuesto múltiples actualizaciones normativas, en especial en aspectos relevantes para el mercado de capitales, como el gobierno corporativo y la protección de inversionistas.

A finales del 2018, en Colombia, se instaló la «Misión del Mercado de Capitales» (MMC), un escenario de diálogo académico e institucional para redefinir los retos y las expectativas del mercado. Su predecesora, la misión celebrada en 1996, partió en dos la historia del mercado colombiano. Por lo que es de esperar, que las recomendaciones dispuestas en el informe final de esta nueva versión transfiguren en proyectos de reforma sobre aspectos importantes de la dinámica bursátil nacional. En particular, con respecto al MILA, la MMC ha abierto el debate sobre la posibilidad de que Colombia, asuma el liderazgo regulatorio en la región. Una posibilidad, que vale la pena considerar en el marco de esta investigación.

Por otro lado, en los últimos años algunos temas han pasado a ser prioritarios, más puntualmente, después de la pandemia mundial por la que atravesamos este año, la preocupación por la sostenibilidad ambiental y el cambio climático es cada vez más latente. En ese sentido, surgen retos para los mercados de valores que no fueron

concebidos en estudios anteriores. Como, por ejemplo, el rol del mercado como instrumento para promover la transición verde, las emisiones de bonos verdes o bonos sociales, la consideración de datos ESG para tomar decisiones de inversión. Entre muchos otros temas, que antes no se discutían —ni se regulaban—.

Considerando todo lo anterior, esta investigación aborda al MILA, desde un enfoque actual, híbrido e independiente, siguiendo la estructura relacionada a continuación: El primer capítulo, comienza definiendo la integración financiera como un fenómeno global; analiza los tipos de integración que existen, los factores que la motivan, sus consecuencias y estudia el impacto de los mercados de capitales en la sociedad. El segundo capítulo, explora el rol del derecho en las iniciativas de integración bursátil. El tercero, comienza a estudiar el caso concreto de la alianza del pacífico e introduce formalmente al estudio del MILA. El cuarto capítulo, contempla en sentido amplio los distintos aspectos que integran el marco regulatorio del MILA. El quinto capítulo, por último, señala los desafíos o retos regulatorios actuales que enfrenta el MILA.

1. INICIATIVAS DE INTEGRACIÓN FINANCIERA

Antes de aproximarnos al escenario regional y estudiar lo referente al Mercado Integrado Latinoamericano, es necesario amplificar el ángulo desde el cual se observa la problemática planteada. Esto con la finalidad de ofrecer una visión panorámica, en la cual se represente la integración financiera como un fenómeno pluralizado y relevante en el plano internacional.

Un enfoque ecuménico de la integración de mercados, posibilita la identificación de características comunes, entre las múltiples iniciativas integradoras extendidas en el mundo. En este sentido, la doctrina se ha ocupado de analizar dichas iniciativas, exponiendo y categorizando los factores que motivan la cooperación financiera entre determinados países. Desde una perspectiva macroeconómica, por ejemplo, es ampliamente reconocida la incidencia de fenómenos como la globalización y el progresivo incremento de intercambios comerciales transfronterizos.

Siguiendo esta línea de análisis, la doctrina ha identificado algunas condiciones generales que propician la integración financiera. Estas son relativas a aspectos de índole geopolítico, social y cultural, que tienden a justificar el surgimiento de proyectos integradores. Son comunes los ejercicios de integración de mercados, entre países que se encuentran remotamente relacionados. Bien sea por pertenecer a una comunidad de naciones, por su proximidad geográfica, por compartir intereses políticos y económicos, o por estar históricamente vinculados.

La viabilidad de la integración, también puede estar condicionada por cuestiones como el nivel de desarrollo de los países y la madurez de los mercados financieros. E incluso, puede atender a la existencia de similitudes entre estados, con relación al régimen económico prevalente, a los acuerdos comerciales suscritos por estos, o a sus principales sectores productivos.

Es importante anotar, que la existencia de condiciones comunes -que favorecen el surgimiento del impulso integrador-, no determina la forma en que se desarrolla un particular ejercicio de integración. Por consiguiente, cada proceso, está delimitado en razón a los intereses específicos de los países involucrados. Al igual que por factores de carácter operativo, jurídico o reglamentario.

Existen diversos tipos de iniciativas, que propenden por la integración financiera. Y se extienden desde la creación de instituciones bancarias transnacionales, hasta la conformación de mercados de capitales integrados. Siendo estos últimos, el epítome del impulso integrador y el principal objeto de estudio de esta investigación.

Al respecto, cabe señalar que destacan en el mundo por su nivel de desarrollo, mercados integrados como el de la Unión Europea y la región Asia-Pacífico. Sin embargo, dentro de nuestro análisis comparado, incluiremos como referentes algunos mercados integrados emergentes e iniciativas en proceso de consolidación. Tales como, el mercado de la comunidad africana oriental y la unión económica euroasiática, respectivamente.

Bien sea tratándose de acuerdos consolidados o en auge, es innegable el impacto político, económico y social que estos generan a nivel nacional, regional e incluso, a nivel global. El desarrollo de los mercados de capitales, es considerado un elemento favorable

para las economías nacionales. En la doctrina, se estudian casos de como el de Macedonia y Rumania, países en los que la evolución del mercado de capitales ha propulsado el crecimiento económico.

Consecuentemente, las iniciativas de integración financiera, han sido consideradas como alternativas de carácter cooperativo, que generan impactos positivos para las regiones. Fortaleciendo la estabilidad financiera y promoviendo el crecimiento económico conjunto. En las últimas décadas, múltiples ejercicios de integración han surgido en el mundo. Lo que nos lleva a cuestionar en este acápite, la deseabilidad –e incluso necesidad- de apoyar estas iniciativas en algunos casos particulares, sin perjuicio de la ubicuidad que actualmente las respalda.

1.1. INTEGRACIÓN FINANCIERA: UN FENÓMENO GLOBAL

En las ultimas décadas, el sector financiero ha venido ganando mayor relevancia para las economías al rededor del mundo. Múltiples investigaciones han abordado el estudio de este sector desde su impacto económico, así como desde su —más controvertido— impacto social. Al respecto, (Levine, 2002) encontró que el desarrollo financiero, está estrechamente ligado al crecimiento económico de los países. Esta correlación, es aún más evidente al ser analizada en el marco de economías emergentes.

En esta misma línea de pensamiento, agregan (Lizarzaburu Bolaños et al., 2015), que el sector financiero puede jugar un rol importante en cuanto a la reducción del riesgo y la vulnerabilidad social. Incrementando la capacidad de los individuos para acceder a

servicios básicos como la salud y la educación, y generando con esto, un impacto directo en la reducción de la pobreza.

La integración financiera, puede definirse de acuerdo con (Enoch et al., 2017) como el proceso a través del cual incrementa la conectividad entre los mercados financieros de dos o más países o regiones. Según los autores, esta integración puede desarrollarse de múltiples formas. Dentro de las que se pueden enunciar: Los flujos de capital transfronterizos (por ejemplo, firmas recolectando fondos en mercados de capitales extranjeros), Las participaciones extranjeras en mercados domésticos (por ejemplo, un conglomerado financiero “matriz” estableciendo una empresa subsidiaria en otro país), La circulación de información y practicas comunes entre instituciones financieras, o en mayor medida, la unificación transnacional de infraestructuras de mercado.

Siguiendo lo dispuesto en el estudio previamente citado, el concepto de integración financiera puede comprender una dimensión regional o global. Esto dependerá, del tipo de conexiones que tenga el mercado financiero del país que se integra. El cual, puede estar estrechamente conectado a los mercados financieros de países vecinos o a instituciones y centros financieros globales.

Por tratarse de un concepto multifacético, no es posible afirmar que existe una definición universalmente aceptada de la integración financiera. Sin embargo, podemos identificar el concepto y aproximarnos a su comprensión mediante dos criterios centrales: El primero, concierne al grado de «*actividad financiera transfronteriza*» de uno o varios mercados. En este sentido, el concepto de integración financiera es asemejado al de globalización financiera.

El segundo criterio que integra el concepto, es el grado de «*convergencia y unificación entre mercados*». Al respecto, los autores aclaran que la apertura financiera —o liberalización, si se prefiere— no es condición suficiente para hablar de integración. Dos mercados financieros pueden encontrarse perfectamente *abiertos* entre sí, y sin embargo, no estar integrados. Este escenario, se justificaría —por ejemplo—, si al analizar sus estructuras de mercado se evidencia que estas son totalmente diferentes, o en otras palabras: Estructuralmente incompatibles.

Un mercado financiero integrado, deberá garantizar que sus participantes dispongan de un catalogo singular de reglas para operar en el. De ahí la relevancia del segundo criterio esbozado para poder hablar de una efectiva integración. De acuerdo con este criterio, el epitome de la integración financiera se ve proyectado en un mercado común y unificado —estructural y regulatoriamente armonizado—.

Cabe destacar, que los dos criterios mencionados están profundamente interconectados. Ya que en la practica, la convergencia —o armonización— de las estructuras de mercado crea un ambiente lleno de incentivos para atraer flujos de capital transfronterizo. Al tiempo, la apertura financiera ofrece la oportunidad de identificar e importar instituciones financieras y buenas practicas —a nivel operativo, regulatorio o de infraestructura— desde el exterior, contribuyendo a una mayor armonización entre los estándares de mercado.

Beneficios, costos y otros aspectos generales de la integración financiera:

La integración financiera—entendida como aquella que comprende el mercado financiero en su totalidad, incluyendo por ende al mercado de capitales — es según múltiples estudios, un proceso gradual y cooperativo, cuyos beneficios estriban en diversos ámbitos. Siendo el ámbito económico de particular importancia, debido a que la integración acelera el crecimiento de la economía para los países involucrados, y además, funge como un escenario de apoyo y colaboración en tiempos de crisis (Asness et al., 2011).

Lo anterior puede verificarse empíricamente, ya que la integración financiera aumenta la disponibilidad de fondos provenientes desde el exterior, lo que permite que las instituciones financieras otorguen financiamiento a tasas más competitivas, promoviendo de esta manera la inversión y el crecimiento económico (Enoch et al., 2017). Por otra parte, al ofrecer mayores alternativas para diversificar tanto las inversiones como las fuentes de financiamiento, la integración financiera permite mitigar los efectos de shocks macroeconómicos idiosincráticos adversos (Bekaert et al., 2004). Lo que en palabras más sencillas, equivale a mermar el impacto negativo generado durante los periodos de crisis económica.

De acuerdo con (Perry & Auvert, 2016), alcanzar una integración financiera regional más profunda, podría significar ventajas a largo plazo para los países involucrados. Por un lado, ampliaría las oportunidades de acceder a financiación de largo plazo por parte de los gobiernos, las entidades públicas y las firmas privadas. Y asimismo, este mayor acceso a financiación, dependería menos de los negocios y ciclos de crédito individuales de cada

país. Por otro lado, la doctrina es bastante unánime al anotar que la integración financiera ofrecería a los inversores regionales —tanto individuales como institucionales— mayores oportunidades para la diversificación del riesgo.

Aunque, históricamente, el ámbito económico parezca haber sido el motor principal de la integración financiera regional, claramente no es la única motivación. Con frecuencia, tanto los Gobiernos como los académicos mencionan razones para integrarse que son de naturaleza más política o de economía política (BID, 2018). A diferencia de las motivaciones estrictamente económicas, estas razones son más difíciles de generalizar y los resultados son mucho más difíciles de evaluar empíricamente. No obstante, no se les puede desestimar, principalmente porque muchas veces desempeñan un papel importante en cuanto explican las decisiones de diseño e implementación normativa.

La principal motivación política y la más frecuentemente aludida es la búsqueda de seguridad y estabilidad política para la región que se integra. Puede afirmarse, que esta noción está inspirada en el ejemplo de la Unión Europea. La idea central es que un aumento de los flujos de bienes, inversiones y personas a nivel intrarregional genera una red de intereses comunes que puede reducir las rivalidades entre los Estados miembros y forjar un consenso político sobre temas como el régimen democrático y las políticas económicas (BID, 2018).

Junto con la seguridad y la estabilidad, aparece la idea de que los acuerdos regionales pueden incrementar el poder de negociación de los Estados miembros en otras negociaciones internacionales, e incluso, llevar a la firma de otros acuerdos. Por otro lado, En la esfera de la economía política, se destaca el llamado argumento del “encierro” (*lock-*

in) o compromiso interno, que ha sido incluso objeto de una teoría formal. La idea central es que los acuerdos comerciales pueden ayudar a los Gobiernos a reducir la influencia de los grupos de presión nacionales y, por lo tanto, garantizar la consolidación de políticas económicas sólidas.

El interés por examinar la conexión entre el mercado financiero y la economía es evidente durante la última década. Particularmente, el análisis de los lazos financieros existentes entre economías, ha adquirido particular relevancia después de la crisis financiera global de 2008-2009. Al respecto, algunos autores establecen que la crisis provocó una evaluación más consciente sobre los costos y los beneficios de la integración financiera. Reconociendo de esta manera, la importancia de observar los costos de integración con el mismo ahínco que se observan los beneficios de esta. Para (Agénor, 2003), los costos y beneficios de la integración pueden ser vistos desde dos perspectivas: Desde la perspectiva de un inversor o desde la perspectiva del país involucrado en el proceso de integración.

Al analizar la integración financiera desde una perspectiva amplia, se pueden identificar algunos factores esenciales —de carácter financiero, político y jurídico— que han debido converger para posibilitar la efectiva concreción de los procesos integradores. Además, se pueden reconocer algunas motivaciones constantes por parte de los distintos agentes que participan en los mercados financieros e impulsan la integración de los mismos.

En este sentido, (Agénor, 2003) destaca en primer lugar (por parte de los inversionistas), la búsqueda de mayor rentabilidad para sus inversiones y la tendencia a diversificar el riesgo de sus portafolios en mercados internacionales. En segundo lugar, el autor resalta

el esfuerzo desplegado por muchos mercados emergentes para incentivar la recepción de capital extranjero. Removiendo y reduciendo las restricciones y controles en materia de flujos internacionales de capital. En tercer lugar, advierte sobre influencia de la progresiva desregulación y liberalización de los mercados financieros globales. Y por último, Agènor, expone la importancia de optimizar el ecosistema financiero y las expectativas de crecimiento (a nivel local), mediante la implementación de reformas orientadas a la construcción de un libre mercado.

La literatura indica que, para que exista una real integración financiera, se requiere coordinación entre los agentes reguladores y la unificación de las infraestructuras de mercado. Esto, para que los pagos y liquidaciones asociadas a las operaciones puedan hacerse a un bajo riesgo de contraparte. Además del adecuado funcionamiento e interconexión de los sistemas de compensación, liquidación y pagos, entre las dimensiones más importantes que pueden inhibir la integración se encuentran la regulación y supervisión de las instituciones financieras y el tratamiento tributario de las operaciones transfronterizas (CLAPES-UC, 2018).

Para (Lizarzaburu Bolaños et al., 2015), la existencia de una marcada tendencia hacia la globalización de los mercados financieros, es un factor que respalda el surgimiento de las iniciativas de integración en el mundo. Y a esto se suma, el arraigado interés de los países en vía de desarrollo —con mercados financieros emergentes— por atraer mayores flujos de capital extranjero mediante la integración de sus mercados locales.

En conexión con lo anterior, surgen múltiples estudios que se enfocan en los procesos de integración de mercados emergentes. Los autores (Lizarzaburu Bolaños et al., 2015), realizan una recopilación de la literatura vigente, para concluir que el nivel de integración de estos mercados ha aumentado, pero el progreso alcanzado sigue siendo menor al compararlo con los procesos de integración entre países industrializados. Sin embargo, la tendencia en favor de la integración — y la internacionalización—, es bastante marcada en los mercados emergentes desde comienzos de los años 90. Periodo a partir del cual puede evidenciarse una progresiva incorporación de los mercados financieros emergentes en los sistemas financieros internacionales.

1.2. MERCADOS DE CAPITALES Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

La conexión entre el mercado de capitales y la economía real, constituye un tema de gran relevancia para la doctrina. Múltiples estudios se interesan específicamente en dilucidar (o medir empíricamente) el impacto que el desarrollo del primero tiene en el comportamiento de la segunda. Al respecto, (Lazarov et al., 2016) declaran en un estudio reciente, que se ha construido un consenso en la literatura actual cuando se afirma que: «El sector financiero tiene una *significativa* influencia positiva en el crecimiento económico a largo plazo».

Esta premisa no es del todo nueva en la literatura económica. De acuerdo con (Brugger & Ortiz, 2012), desde los estudios pioneros de Gurley y Shaw (1955, 1960), Goldsmith (1969), Shaw (1973) y McKinnon (1973) importantes investigaciones sobre finanzas y desarrollo han postulado por décadas una relación positiva entre el sector financiero y el desarrollo económico.

No obstante, (Levine, 2003) indica que algunos Premios Nobel rechazaron la premisa del impacto del sector financiero en el crecimiento económico. Mientras otros académicos¹ ni siquiera consideraban “lo financiero” como un ámbito de estudio merecedor de discusión. En el otro extremo, según indica el autor, Merton Miller (ganador del Premio Nobel en 1990) señaló que la idea de que los mercados financieros contribuyen al crecimiento económico es “una proposición casi demasiado obvia para ser discutida seriamente”. Como tercer punto de vista, el Premio Nobel Robert Lucas (1988) manifestó que el papel de las finanzas en el crecimiento económico ha sido "sobrecargado" por la literatura.

Como respuesta a la disparidad de posturas que ha existido históricamente con relación a este tema, Ross Levine, en su estudio “*More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?*” expone la necesidad de resolver empírica y teóricamente el debate sobre la importancia del desarrollo financiero para el crecimiento económico. Despejar esta discusión académica, permitirá distinguir entre múltiples modelos teóricos y afectará la intensidad con la que los investigadores (y los encargados de formular políticas públicas) trabajan para identificar y construir reformas adecuadas del sector financiero.

El análisis del nexo *mercado de capitales-crecimiento económico*, puede, y debe, ser abordado desde una perspectiva histórica. En este sentido, ilustra (Levine, 1997) en un estudio previo al ya citado, que la discusión actual puede trasladarse en el tiempo, y

¹ Una colección de ensayos de los "Pioneros de la economía del desarrollo" (en la que participaron tres ganadores del Premio Nobel de Economía) no aborda en ninguna ocasión temas relativos a las finanzas (Levine, 2003).

nutrirse mediante el análisis del hito social y económico más importante del siglo XXVIII:
La revolución industrial.

El autor comienza por indicar que el vínculo entre la liquidez² de los mercados financieros y el desarrollo económico, surge porque algunos proyectos de alto rendimiento requieren un compromiso de capital a largo plazo. Pero a los ahorradores, no les gusta renunciar al control de sus ahorros durante largos períodos. Así pues, si el sistema financiero no diseña mecanismos para aumentar la liquidez de las inversiones a largo plazo, es probable que se invierta menos en dichos proyectos de alto rendimiento.

En este orden de ideas, Sir John Hicks (1969) —citado por (Levine, 1997)— sostiene que las mejoras del mercado de capitales que mitigaron el riesgo de liquidez³, fueron las principales causas de la revolución industrial en Inglaterra. Según Hicks, los productos fabricados durante los primeros decenios de la revolución industrial se habían inventado mucho antes. Por lo tanto, la innovación tecnológica no provocó *per se* un crecimiento económico sostenido.

Muchos de estos inventos, requirieron grandes inyecciones y compromisos de capital a largo plazo —en sentido general, la revolución industrial requirió grandes compromisos de capital durante largos períodos—. Es entonces lógico afirmar, que la revolución no se hubiera producido sin que se lograra antes una transformación en la liquidez de los mercados financieros. «*La revolución industrial, por lo tanto, tuvo que esperar a la*

² Entiéndase “liquidez” como la facilidad y la rapidez con que los agentes pueden convertir los activos negociados en poder adquisitivo (dinero), a precios acordados.

³ El “riesgo de liquidez”, surge debido a las incertidumbres asociadas a la conversión de los activos en un medio de intercambio. Las asimetrías de la información y los costos de transacción —entre otros factores— pueden intensificar el riesgo de liquidez.

revolución financiera» (Levine, 1997). Siguiendo este razonamiento, puede concluirse que el nuevo ingrediente crítico que encendió el crecimiento en la Inglaterra del siglo XVIII, fue la liquidez del mercado de capitales.

Ahora bien, desde una perspectiva teórica, (Levine, 1997) sugiere otra forma en la que los mercados financieros contribuyen al crecimiento económico. Esto es, a través de la mitigación de otros riesgos asociados a las inversiones, distintos al riesgo de liquidez. Los sistemas financieros, pueden mitigar riesgos individuales asociados a determinados proyectos, firmas, industrias, regiones o países. De hecho, parte de la actividad de los bancos, los fondos de inversión colectiva y los mercados de capitales, se concentra en proporcionar a los inversionistas o ahorradores —de manera competitiva— distintos vehículos para la diversificación de estos riesgos.

Si bien a los ahorradores generalmente tienen aversión al alto riesgo, los proyectos de alto rendimiento tienden a ser más riesgosos que los de bajo rendimiento. Por lo tanto, los mercados financieros que facilitan la diversificación del riesgo tienden a inducir un cambio de cartera hacia proyectos con mayores rendimientos previstos. En consecuencia, el incremento de la inversión en proyectos de alto rendimiento (y alto riesgo), derivaría intuitivamente, en un mayor crecimiento económico a largo plazo del país o la región receptora.

El impacto positivo del sistema financiero en el crecimiento económico, no deriva únicamente de la mitigación o diversificación de riesgos. En el marco de operación de estos mercados, podemos identificar otras “funciones financieras” que también contribuyen al crecimiento económico. Levine destaca —además de la ya abordada

aminoración de los riesgos— cuatro funciones adicionales desarrolladas por el sistema financiero, cuyo impacto puede medirse en términos de crecimiento o desarrollo. Estas pueden ilustrarse mediante el siguiente diagrama⁴ (Levine, 1997):



De acuerdo con este diagrama diseñado por Levine, algunas fricciones propias de la operación financiera (como los costos de información y de transacción), motivan el surgimiento de nuevos contratos, figuras e intermediarios financieros. Estos “arreglos” financieros que surgen, prestan al sistema cinco funciones fundamentales:

⁴ Figura 1: Esquema de aproximación teórica al nexo entre los mercados financieros y el crecimiento económico. Original: “*A theoretical approach to finance and growth*” (Levine, 1997).

La movilización de los ahorros, la asignación de recursos, el ejercicio de control corporativo, la facilitación del manejo del riesgo, la facilitación del comercio de activos, servicios, contratos (entre otros instrumentos). Según el autor, cada función financiera puede impactar el crecimiento económico a través de dos canales principales: la acumulación de capital y la innovación tecnológica.

En un estudio más reciente, (Enisan & Olufisayo, 2009) —secundando el planteamiento de Levine— revisan una extensa literatura y documentan varios canales a través de los cuales el desarrollo de los mercados financieros contribuye al desarrollo económico. Los autores, identifican cinco mecanismos o canales principales:

1. Mayor eficiencia en la asignación del capital como proporción del ahorro financiero ya que la riqueza total se incrementa.
2. Movilización del ahorro al ofrecer más atractivos instrumentos y vehículos de ahorro.
3. Provisión de instrumentos para negociar, conjuntar y diversificar el riesgo.
4. Disminución de los costos de adquisición y procesamiento de la información lo que mejora en la asignación de los recursos.
5. Incremento en la especialización productiva, desarrollo del emprendimiento, y la adopción de nuevas tecnologías.

La preponderancia del razonamiento teórico y de las pruebas empíricas sugiere una relación positiva de primer orden entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Un conjunto cada vez más robusto de investigaciones, llevaría incluso a los más escépticos a creer que el desarrollo de los mercados y las instituciones financieras es

una parte crítica e inextricable del proceso de crecimiento. Apartándose argumentativamente, de la postura que afirma al sistema financiero como un “espectáculo secundario intrascendente”, que responde pasivamente al crecimiento económico y la industrialización (Levine, 1997).

Incluso, hay pruebas de que el nivel de desarrollo financiero es un buen predictor de las futuras tasas de crecimiento económico, acumulación de capital y cambio tecnológico. Además, los análisis efectuados a nivel de nacional (estudios de casos, industrias y empresas), documentan extensos períodos en que el desarrollo financiero -o la falta del mismo- afecta de manera decisiva el ritmo y la tendencia del desarrollo económico.

Un claro referente de análisis proyectados a nivel nacional, es el estudio del sistema financiero italiano realizado por (Guiso et al., 2004), donde se observan empíricamente los efectos de las diferencias en el desarrollo financiero local dentro de un mercado financiero integrado. Encuentran que, el desarrollo financiero local: (i) aumenta la probabilidad de que un individuo inicie su propio negocio, (ii) aumenta la competencia, y (iii) promueve el crecimiento de las empresas, particularmente, el de las pequeñas y medianas empresas que tienen menor acceso al capital extranjero.

Por su parte, (Lazarov et al., 2016) investigan la relación entre el desarrollo del mercado de valores como parte integral del sector financiero y el crecimiento económico, para un grupo de economías de transición de Europa Central y Sudoriental (CSEE). Según los autores, hay evidencias en la literatura de que el efecto positivo del desarrollo financiero es más fuerte entre los países de ingresos medios. Al tiempo que, en otros estudios, se

observa un impacto decreciente en las finanzas y el crecimiento económico a medida que los países se enriquecen.

1.3. INTEGRACIÓN BURSÁTIL: MERCADOS DE CAPITALS INTEGRADOS

La integración de mercados de capitales, es uno de los canales de integración financiera con mayor relevancia en la actualidad. Debido a su popularidad a nivel global, constituye un aspecto de especial consideración para la doctrina. De acuerdo con (Figuroa, 2014) durante las tres últimas décadas, ha habido una marcada tendencia global en favor de la integración de mercados, y más específicamente, en favor de la integración entre mercados de capitales.

En muchos casos, esta integración se da a través de acuerdos entre las bolsas de valores de los países cooperantes, por lo que desde una perspectiva práctica puede hablarse de una “integración bursátil”. Particularmente, según (Kohli, 2012), en las dos décadas pasadas el nivel de competencia de los mercados, dentro de un país y entre países, ha aumentado considerablemente. Para mantenerse a la vanguardia dentro de este entorno cada vez más globalizado y competitivo, una de las estrategias de los mercados ha sido, lo que Kohli describe como “*Consolidation*”⁵.

Esta integración entre mercados, puede darse de múltiples formas. Verbigracia, puede existir integración a nivel nacional, regional o global, y alianzas de diferente naturaleza

⁵ El término anglosajón empleado por el autor, hace referencia a las uniones, fusiones, acuerdos u otro tipo de alianzas celebradas entre mercados de capitales. En adelante, se seguirá haciendo referencia al término original “*consolidation*” o se reemplazará indistintamente por “integración”.

entre mercados. Al respecto, (Kohli, 2012) identifica los tipos de integración adoptados por varios países alrededor del mundo, y los clasifica en tres categorías que describiré a continuación: integración geográfica, integración funcional y alianzas a través de memorandos de entendimiento (en adelante MoUs).

En razón a cuestiones geográficas, la integración puede ocurrir en tres niveles: doméstico, regional y global. La integración doméstica, hace alusión a cuando se fusionan las distintas bolsas de valores existentes en un país, adoptando regulaciones uniformes. Un ejemplo de este tipo de integración es el caso de Estados Unidos, donde a principios del siglo XX existían aproximadamente 100 bolsas de valores dispersas en todo el territorio. Algunas de las cuales, se especializaban en sectores particulares de la economía, como la minería o las telecomunicaciones.

Los avances tecnológicos, como los servicios telefónicos entre estado, eliminaron gradualmente las barreras geográficas, facilitando la integración bursátil. Además, debido a las normas más estrictas aplicadas por las bolsas de valores de algunas regiones, varias empresas optaron por cotizar en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE). En consecuencia, apunta (Kohli, 2012) que el número de bolsas regionales de los Estados Unidos disminuyó de 100 en 1900, a 35 en 1935 y a 15 en 1965.

La integración regional, ocurre cuando las bolsas de valores de diferentes países, de una misma región geográfica y con regímenes regulatorios similares — por ejemplo, países un mismo continente— deciden aliarse o fusionarse. Europa, es un región que ha experimentado un alto grado de integración regional de sus mercados de capitales. Este tipo de integración, es quizás la de mayor apogeo en la actualidad y esto se puede

evidenciar al identificar las múltiples iniciativas integradoras que han surgido en Latinoamérica, Asia-pacífico, la comunidad Euroasiática o África Oriental, por mencionar algunas regiones.

Se habla también de integración global, para hacer referencia a la integración existente entre mercados bursátiles de diferentes regiones o continentes, que tienen regímenes regulatorios diferentes. De acuerdo con Kohli, este tipo de integración intercontinental inició recientemente, en 2006, con la fusión de la Bolsa de Valores de New York (América) y Euronext⁶ (Europa).

La integración funcional, por otro lado, supone la fusión de distintos segmentos financieros, dentro del mercado bursátil de un mismo país. Las alianzas de esta naturaleza tienen por objeto proporcionar una gama más amplia de servicios financieros a los clientes, fusionando para esto, segmentos de efectivo y de derivados. Según (Cybo-Ottone et al., 2000), estas fusiones se produjeron principalmente en el decenio de 1990, cuando las bolsas de los países europeos, latinoamericanos y asiáticos combinaron sus segmentos de efectivo y derivados para “sinergizar los costos” y ofrecer así productos diversificados con mayor eficiencia.

Por último, las alianzas por medio de MoUs, son especialmente empleadas por países con economías emergentes, los cuales crean alianzas entre sí o con economías desarrolladas, y las formalizan legalmente a través de memorandos de entendimiento. En sentido general, los objetivos de estos MoUs corresponden a los objetivos de la integración

⁶ Euronext N.V. es una bolsa de valores paneuropea con sede en Ámsterdam. Se constituyó el 22 de septiembre de 2000 como un grupo de bolsas de valores europeo derivado de la fusión de la Bolsa de París, Bolsa de Ámsterdam y Bolsa de Bruselas.

financiera, abordados al comienzo de este trabajo. Es decir, el aumento de la liquidez, la reducción de los costos de transacción o el desarrollo de nuevos productos y servicios, entre otros específicos de cada acuerdo. Las condiciones dispuestas en los memorandos, el grado de integración entre las bolsas y la coercitividad de lo pactado, varía en función de los intereses de los países intervinientes en la alianza.

Factores que motivan la integración bursátil

Los principales factores que motivan la integración bursátil, de acuerdo con (Kohli, 2012), son el aumento de los volúmenes de negociación, el incremento en la liquidez de los mercados y la reducción de los costos de transacción. Estos efectos económicos favorables pueden catalogarse en sentido amplio bajo el término “Economías de Escala”. Además de las economías de escala⁷, otros factores asociados que motivan la integración son: El aumento de la base de inversores, la diversificación del portafolio, la eliminación de la intermediación comercial, las perspectivas de crecimiento y el arbitraje regulatorio. Abordaremos a continuación (simplificando la estructura dispuesta en el citado artículo de Kohli), cada uno de los factores mencionados, con mayor detalle y amplitud.

A) Economías de escala en los mercados de capitales integrados

Los factores favorables para la integración, que se encuadran dentro del concepto de economías de escala, están entrelazados y se refuerzan mutuamente. Por ejemplo, el aumento de los volúmenes de negociación conduce a un aumento de la liquidez, lo que

⁷ Entiéndase por economías de escala el conjunto de efectos económicos favorables debidos a la actuación de una empresa o industria que repercuten sobre la misma empresa o industria que los ha provocado y que se deben a cambios en su tamaño.

se traduce en una reducción de los costos de transacción, y los menores costos de transacción a su vez, conducen a un incremento en los volúmenes de negociación.

Ahora bien, muchos investigadores — principalmente en el contexto norteamericano y europeo—. han abordado la premisa de que la integración de mercados genera un aumento en los volúmenes de negociación de dicho mercado. En este sentido, (Arnold et al., 1999) demostraron empíricamente que las fusiones entre las bolsas regionales de los Estados Unidos dieron lugar a un aumento sustancial de los volúmenes de negociación en comparación con las bolsas regionales que no se fusionaron.

Con respecto a la reducción en los costos de transacción, (Kohli, 2012) anota que los mercados integrados se unen para crear plataformas funcionales y singulares, que al eliminar la duplicación de trabajo, permiten ahorrar en gastos de personal. La compatibilidad de las plataformas de intercambio reduce el costo de las transacciones transfronterizas, atrayendo nuevos inversores a los mercados de capitales. Además, estas plataformas integradas benefician a los intermediarios del mercado que realizan transacciones transfronterizas —como los bancos de inversión y los corredores—, ya que no tienen que incurrir en gastos adicionales para conectarse a múltiples escenarios de negociación.

Tal como se expresó hace un momento, la reducción de los costos de transacción en una bolsa conduce a un aumento de sus volúmenes de negociación y por ende, su liquidez. Cuando hay pocos compradores y vendedores, es posible que estos no conecten

inmediatamente y esto lleva a la inercia de los precios⁸ y a la escasez de transacciones. Sin embargo, cuando los mercados se amplían, existe un mayor número de inversores para las diversas empresas oferentes, lo que profundiza el mercado y proporciona liquidez (Nielsson, 2009).

B) Otros factores favorables asociados a la integración bursátil

La integración de mercados de capitales, provee mayores oportunidades de negociación para los inversores y los intermediarios. Especialmente, la integración permite la diversificación internacional de sus carteras y el acceso a nuevos productos o valores negociados en otras bolsas. Por ejemplo, La fusión de NYSE con Euronext ofreció a los comerciantes e inversores de EE. UU. no sólo el acceso al comercio de acciones europeas, sino también al mercado de derivados LIFFE⁹.

Además, según (Kohli, 2012) la integración reduce «*Home-bias*»¹⁰ en la selección de portafolios y aumenta la base de inversores en el extranjero. Una encuesta realizada por Euronext y el Banco de Francia, mostró que las tenencias de acciones extranjeras por parte de los inversores franceses aumentaron constantemente desde la creación de Euronext.

⁸ Los precios dejan de responder activamente a las condiciones del mercado, desdibujándose la dinámica de oferta y demanda.

⁹ LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange, en inglés. Mercado Internacional de Futuros y Opciones de Londres, en español).

¹⁰ Este termino hace alusión a la tendencia de los inversores a negociar predominantemente valores cotizados localmente, renunciando así a oportunidades de diversificar sus portafolios (y mitigar riesgos) mediante la tenencia de activos extranjeros.

Otro factor asociado a la integración de mercados es la eliminación de la intermediación comercial. Siguiendo con el caso de Euronext, después de la integración bursátil un miembro situado en Ámsterdam podría acceder a los mercados de Bruselas, París y Lisboa. Antes de la integración, si un corredor de Bélgica quería ejecutar una orden en nombre de su cliente en el mercado francés, tenía que dirigirla a través de un corredor francés. Este acceso indirecto aumentaba el costo de la intermediación para el inversor, y por ende el costo de la transacción.

Por otra parte, el mencionado «arbitraje regulatorio» ha sido una de las principales motivaciones de las *consolidations* o integraciones bursátiles a nivel mundial. El arbitraje reglamentario o regulatorio, es el proceso de aprovechar una diferencia regulatoria entre dos o más mercados. Consiste en la búsqueda de mercados con regímenes reglamentarios más indulgentes o flexibles por parte de las bolsas, en relación con el régimen reglamentario que prevalece en el mercado del propio país. Este factor es en la práctica, una parte fundamental de muchas estrategias de inversión.

Un último factor que vale la pena abordar, es el rol de las «perspectivas de crecimiento» en los procesos de integración. Al respecto, (Kohli, 2012) subraya que las perspectivas de crecimiento económico limitadas o desfavorables en los países en que operan las bolsas de valores, son otro factor que motiva a las bolsas a tomar la ruta de la integración para aprovechar las perspectivas de crecimiento de otros países. En el caso de la fusión NYSE-Euronext, este también fue un factor relevante para promover la cooperación entre bolsas.

Factores que facilitan o dificultan la integración bursátil

Una vez abordadas (en un acápite previo de la investigación) las ventajas de la integración financiera en sentido general y habiendo acabado de estudiar —más específicamente— los factores favorables de la integración de mercados bursátiles, considero relevante en este punto, estudiar —grosso modo— los factores circundantes de la integración. Es decir, aquellos factores que sin ser necesariamente de orden financiero, de uno u otro modo facilitan, condicionan o dificultan el desarrollo de los procesos de integración.

En este sentido, Rasmeet Kohli, destaca tres factores esenciales que han facilitado la integración bursátil. Estos son: la *demutualisation*¹¹, la tecnología y la competencia. La desmutualización, es el proceso de transformación organizativa de las bolsas de valores, de organizaciones mutuales sin fines de lucro, a firmas con fines de lucro que a su vez cotizan en bolsa. En términos mas simples, se tiene que la desmutualización, es el proceso de privatización de las bolsas, de conversión en sociedades cotizadas. Este fenómeno, ha impactado la integración, al facilitar las fusiones o alianzas privadas entre bolsas.

Por su parte, la tecnología, ha facilitado la integración material de las bolsas. Las plataformas tecnológicas de negociación han eliminado las barreras espaciales que antes existían. El desarrollo de estas plataformas, por tanto, ha fomentado la accesibilidad internacional de los mercados de valores —provocando con esto, la globalización de los mismos—. Por otro lado, (Kohli, 2012) subraya la *competencia* entre mercados como una

¹¹ Las bolsas de valores alrededor del mundo han evolucionado de ser corporaciones para la operatividad de los mercados, hasta convertirse en empresas (por ejemplo: sociedades anonimas) que cotizan en el mercado que gestionan.

impulsadora esencial de la integración, siendo esta en todo caso, una estrategia conjunta para maximizar los beneficios de los países interesados.

De otro lado, entre los factores que obstaculizan o dificultan los procesos de integración bursátil figuran, por mencionar algunos: La preservación del interés nacional, las normas nacionales de propiedad, las cuestiones de gobernanza corporativa y las limitaciones impuestas por las autoridades reguladoras y de la competencia. Estas cuestiones de orden reglamentario y regulatorio, así como de gobernanza pública y política, han actuado como enemigas de la integración bursátil en todo el mundo. Y serán abordadas a profundidad en capítulos posteriores de esta investigación, haciendo especial énfasis en las cuestiones de tipo regulatorio.

2. EL ROL DEL DERECHO EN LA INTEGRACIÓN

Tal como fue esbozado en la parte introductoria, la operación de los mercados de capitales se circunscribe dentro de robustos esquemas de regulación y supervisión. El ordenamiento jurídico de cada país, irriga el contenido de estos esquemas, coadyuvado por instituciones que hacen parte del sistema financiero nacional. De esta forma, es como se construye el marco legal de referencia para todos los agentes participantes en un mercado local.

En este capítulo de la investigación, se tiene por objetivo identificar de forma general, los principales aspectos que componen el marco jurídico de los mercados de capitales. Analizando cómo dichos aspectos, pueden condicionar o delimitar el funcionamiento y - en mayor medida- el crecimiento de un determinado mercado. Para esto, exploraremos

los distintos asuntos que incumben al Derecho del Mercado de Capitales (*Capital Markets Law*). Determinando en este sentido, el objeto de estudio atribuible a esta disciplina jurídica y las disposiciones legales típicas dentro de este ámbito del derecho.

Siguiendo con este objetivo, estudiaremos temáticas de diversas áreas del derecho, las cuales giran en torno a un eje común: El marco jurídico de los mercados de capitales. Algunas de los temas a considerar, son los relativos a la libre competencia, la revelación y transparencia en el manejo de información, la gestión del riesgo y el gobierno corporativo.

Una vez abordado el panorama jurídico, procederemos a estudiar el rol del derecho en las iniciativas de integración financiera; particularmente, en los mercados integrados de capitales. En el entendido de que la conformación y el funcionamiento de un mercado integrado supone –al igual que en el plano local- la existencia de un marco legal, que salvaguarde los intereses de los países miembros.

En este acápite conviene analizar algunas cuestiones de carácter general, que atañen a la regulación de todos los mercados integrados. Comenzando por describir los distintos instrumentos y mecanismos jurídicos a través de los cuales se puede dar trámite –y en última instancia- formalizar un proceso de integración. Y siguiendo con la presentación de los recursos, de tipo normativo o institucional, que pueden ser empleados para dotar de coercitividad y garantizar el *enforcement* de los acuerdos celebrados.

En adición a esto, analizaremos dos aspectos de trascendencia jurídica, que condicionan los procesos de integración. El primero, se refiere a la equivalencia entre los sistemas

jurídicos de los países involucrados en el proyecto integrador. En este sentido, evaluaremos la importancia de que exista cierta correspondencia entre las filosofías regulatorias de los países. Dicha equivalencia, se manifiesta desde los principios que rigen la actividad financiera en cada jurisdicción, hasta las facultades especiales otorgadas a los entes supervisores locales. Y determinará en gran medida, los términos en que se desarrollaría la iniciativa integradora.

El segundo aspecto menester de observación, da por sentado la formalización del proyecto integrador; y se refiere a la estrategia escogida por los países miembros, para diseñar el marco jurídico que revestirá las operaciones del mercado integrado. Las distintas estrategias de integración normativa, son objeto de interés entre algunos doctrinantes. Estos últimos, adoptan diferentes posturas para respaldar según su criterio: La Unificación, Armonización o Cooperación normativa. Considerando en cualquier caso, las divergencias e identidades regulatorias existentes entre los ordenamientos jurídicos.

Analizar estos puntos con trasfondo jurídico, nos permitirá distinguir múltiples esquemas de integración de mercados que hoy operan en el mundo. Y evidenciar, cómo el derecho moldea los proyectos de integración financiera; de acuerdo con las circunstancias, condiciones e intereses particulares de los estados que interactúan en cada iniciativa.

2.1. Aspectos regulatorios de la integración y los mercados bursátiles

De acuerdo con (CLAPES-UC, 2018), una integración razonable exige armonía entre los elementos subyacentes de los mercados. en conexión con esta premisa, encontramos

relevante examinar uno de los elementos subyacentes de mayor relevancia: El marco regulatorio de los mercados.

En las últimas décadas, procesos de globalización, internacionalización, integración, desregulación e innovación tecnológica, han impulsado el surgimiento de importantes cambios legislativos a través de instrumentos jurídicos transnacionales como la “investment service directive” (ISD), y su sucesora, la “Markets in financial instruments directive” (MiFID). Estos cuerpos regulatorios, están direccionados a promover la armonización regulatoria en Europa y han liderado a la región, hacia la creación de un nuevo ecosistema regulatorio para los mercados de capitales. (Kokkoris & Olivares-Caminal, 2007)

Los citados autores, analizan la regulación de mercados de capitales desde una perspectiva evolutiva y global. E indican que a raíz de la nueva arquitectura financiera internacional, organizaciones como la IOSCO¹² y el IASC¹³ participan muy activamente en el estudio, la coordinación y la promulgación de normas internacionales en el ámbito de la regulación y la divulgación de los mercados financieros. Aunque sus promulgaciones tienen la característica de ser "*soft law*"¹⁴, han contribuido enormemente a la transformación regulatoria a nivel mundial. Esto se debe, a que están siendo adoptadas y transformadas en leyes por países en desarrollo y desarrollados, tanto a nivel nacional como regional.

¹² Siglas en inglés de la «Organización internacional de comisiones de Valores», una organización internacional que reúne a los reguladores de valores del mundo.

¹³ Siglas en inglés del «Comité de Normas Internacionales de Contabilidad».

¹⁴ «Soft Law», puede entenderse como el conjunto de lineamientos o directrices que a pesar de ser generalmente aceptadas y valoradas, carecen de poder coercitivo y no son de obligatorio cumplimiento.

La IOSCO, señala los tres objetivos esenciales de la regulación de valores, estos son: "1) la protección de los inversores; 2) la garantía de que los mercados son justos, eficientes y transparentes; y 3) la reducción del riesgo sistémico" (IOSCO, 2017) Las iniciativas impulsadas por estas organizaciones internacionales han ayudado a los organismos reguladores de la Unión Europea en su camino a la integración financiera. La armonización regulatoria de los diferentes sistemas jurídicos que conforman la UE, se vio facilitada porque la mayoría de los países siguieron los principios establecidos por dichas organizaciones.

De acuerdo con el estudio realizado por (Kokkoris & Olivares-Caminal, 2007), Las fusiones transfronterizas desencadenan una serie de cuestiones que deben analizarse. Desde el punto de vista transaccional, algunos de estos asuntos son las complejidades para lograr una estructura financiera óptima y la necesidad de proteger a los accionistas minoritarios.

Desde el punto de vista de la regulación, también hay una serie de cuestiones que deben considerarse. Estos aspectos regulatorios pueden ser internos (Por ejemplo, el cumplimiento de las normas propias de la bolsa de valores) o externos (cumplimiento de los requisitos del órgano o los órganos de regulación competentes). Los asuntos de este tipo, pueden afectar a las partes que intervienen en la bolsa de valores o incluso a la propia bolsa. Además, en algunos casos deben extrapolarse a nivel regional o internacional.

(Hal S., 2012), por su parte declara que: «La regulación financiera moderna esta basada en el manejo del riesgo». Tal como se abordó en acápite anteriores, existen múltiples riesgos financieros asociados a la operación de los mercados bursátiles (riesgo de liquidez,

riesgo de mercado, riesgo de crédito, entre otros). La existencia de estos riesgos, ha planteado un desafío a las empresas financieras para que desarrollen técnicas de gestión de riesgos de mercado, y a los inversores y reguladores, para que observen y cuantifiquen dichos riesgos.

Aunque las iniciativas de regulación, deben tener en cuenta los riesgos asociados a las bolsas de valores, de ninguna manera deben rechazar o censurar los riesgos razonables de la industria. Por el contrario, los reguladores deben permitir una gestión eficaz de los riesgos estableciendo redes de seguridad para vigilar el grado de asunción de riesgos por parte de los inversores. Y, en última instancia, adoptar las medidas necesarias en caso de que se presenten circunstancias imprevisibles que afecten a los mercados financieros.

Para (Kokkoris & Olivares-Caminal, 2007) el acervo regulatorio en materia financiera de un país, no es suficiente para garantizar el buen funcionamiento de los mercados. Deben existir además: Prácticas sólidas de gestión empresarial; medidas preventivas para evitar barreras de entrada de inversores, normas sobre competencia y abuso de una posición dominante en el mercado; un adecuado marco fiscal y tributario; mecanismos de solución de controversias; un marco eficiente de insolvencia empresarial, entre otros aspectos de orden jurídico, que de una u otra forma, están vinculados a la operación del mercado y de sus participantes.

La interacción entre la regulación vigente y el *enforcement* o aplicación de la ley, se materializa en la *funciones de supervisión*, que en un sentido amplio incluyen: la concesión de licencias, supervisión stricto sensu (investigación), sanción por incumplimiento o violación del conjunto de normas aplicables, y gestión de crisis.

Según los autores, el objetivo principal de la regulación bursátil y la aplicación de la ley es brindar confianza a los inversores. Si los inversores tienen confianza en el mercado, se sentirán atraídos a invertir y los mercados de capitales crecerán. Una reglamentación sólida y eficaz es la clave del desarrollo y la integración de las bolsas de valores en el mercado mundial. Sin embargo, no hay una única estructura de regulación que sea adecuada para todos los países.

(Carmichael & Pomerleano, 2002) sostienen que en principio hay dos modelos fundamentalmente diferentes de estructura regulatoria, estos son: el modelo basado en instituciones y el basado en funciones. Sin embargo, los límites son borrosos y la mayoría de las estructuras reguladoras del mundo contienen elementos de ambos modelos.

La estructura regulatoria basada en "instituciones" fomenta el establecimiento de diferentes entidades jurídicas separadas para regular aspectos de diferentes sectores de servicios financieros (es decir, bancos, seguros y valores). En algunos países, dos de los sectores se regulan conjuntamente (por ejemplo, los valores y los seguros, la banca y los valores, o banca y seguros) pero en todo caso para encajar dentro de este modelo deben existir al menos dos cuerpos regulatorios diferentes. Las debilidades de este tipo de regulación son según los autores: El uso ineficiente de recursos, la supervisión fragmentada y más importante, el *arbitraje regulatorio*¹⁵ por parte de grandes conglomerados financieros.

¹⁵ Concepto abordado previamente en el acápite titulado: "Otros factores favorables asociados a la integración bursátil"

La estructura regulatoria basada en "funciones" aboga por el establecimiento de organismos separados para regular las diferentes fuentes de fallos del mercado. El fundamento de esta teoría es que los diferentes reguladores "funcionales" abordarán las causas del desequilibrio del mercado. Estas son: La competencia, el comportamiento del mercado, la información asimétrica y la estabilidad sistémica. Según los autores, esta teoría tiene puntos fuertes (por ejemplo, la alineación de la regulación con la fuente subyacente del problema de mercado) y puntos débiles (por ejemplo, la superposición, el conflicto de organismos y la ineficiencia resultante en el cumplimiento de sus funciones).

Una tercera alternativa posible en la supervisión financiera es un organismo regulador unificado (como existe en el Reino Unido, Noruega, Dinamarca, Alemania y Francia). Se dice que un único regulador ofrece la mejor solución para la eficiencia, la contabilidad, los conflictos de interés y la regulación efectiva de los conglomerados (reduciendo del arbitraje regulatorio). Sin embargo, de acuerdo con (Kokkoris & Olivares-Caminal, 2007), algunos reportes califican al órgano supervisor británico ("FSA") como «una de las instituciones más poderosas, y menos socialmente responsables, creada en el Reino Unido desde la guerra»

La supervisión, puede ser realizada por organismos públicos, privados o de ambos tipos. Sin embargo, teniendo en cuenta el carácter (de interés nacional) de los asuntos relacionados con la estabilidad financiera y las posibles consecuencias para toda la economía en caso de fallos estructurales —así como la función que debe desempeñar el gobierno en caso de crisis—, se requiere que la labor de supervisión tenga cierto grado de participación pública.

2.2. Filosofía regulatoria de los mercados bursátiles

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, una adecuada integración financiera requiere de respaldo jurídico, y de la convergencia de instrumentos, procedimientos e instituciones. Esta conclusión es respaldada por (Lizarzaburu Bolaños et al., 2015) cuando declaran que «contar con una regulación eficiente es un factor crítico para la integración». Por lo tanto, se puede afirmar en este punto, que la inexistencia de un marco legal armonizado y funcional, obstruye la operatividad —y consecuentemente— el desarrollo de un mercado integrado.

Definido esto, es importante cuestionarse sobre los aspectos de índole jurídico subyacentes a la armonización de mercados. ¿Qué aspectos deben considerarse al momento de armonizar el marco regulatorio de distintos mercados? ¿Es necesario que exista cierto grado de compatibilidad entre los sistemas jurídicos de los mercados que se integran? ¿Cuál es el impacto a nivel normativo de la integración? Intentaremos responder estos cuestionamientos, atendiendo a algunos preceptos sobre filosofía regulatoria y revisando ejemplos prácticos de mercados integrados.

(Veil, 2010) Examina la implementación en distintos países de Europa, de las directivas sobre la regulación de los mercados financieros promulgadas por el parlamento europeo. El objetivo del autor, es demostrar que si bien las directivas orientan las reformas legislativas de los países europeos, su implementación contrario a lo que podría pensarse, varía significativamente entre los países de la unión. Los mecanismos para garantizar el *enforcement* de las leyes promulgadas a nivel nacional y las facultades otorgadas a los

entes supervisores locales, son algunos de los aspectos en los que pueden evidenciarse mayores diferencias regulatorias entre países. Y por ende, menor armonización.

El autor contrasta específicamente los órganos de supervisión financiera de dos países: Alemania (Bafin) y Reino Unido (LSA), definiendo los poderes o facultades de cada uno y resaltando las principales diferencias entre ambos, como por ejemplo, los poderes legislativos que tiene el FSA y no el BaFin. Esto para posteriormente, ilustrar las diferentes filosofías regulatorias que fundamentan los enfoques y procesos legislativos de ambos países.

En el citado artículo, ([Veil, 2010](#)) aborda dos tipos de “filosofías de regulación” que sustentan el derecho del mercado de capitales, y en general, la regulación financiera en algunos países de Europa, estas son: El entendimiento Europeo Continental y el enfoque Principista del Reino Unido. En el primero, las disposiciones de las directivas transpuestas a leyes nacionales, y las complementaciones o anotaciones realizadas por el ente regulador local, se encuentran expresamente definidas. Este es el caso del derecho de los mercados de capitales de Francia, Alemania, Italia y España.

Este tipo de filosofía regulatoria, se caracteriza entonces por la claridad, especificidad y literalidad de sus disposiciones. Según el autor, los participantes del mercado valoran positivamente la fiabilidad y formalidad que ofrece este tipo de enfoque regulatorio. Esta transparencia y prolijidad en la regulación, se traduce también en una comunicación constante entre las autoridades regulatorias y los sujetos de supervisión. (Mediante la expedición de lineamientos, reportes, formatos, guías, memorandos, entre otros canales de información empleados por la autoridad).

Por otro lado, el enfoque basado en principios del reino unido, consiste en acompañar las normas detalladas sobre mercados de capitales con un catalogo de principios adicionales. Estas clausulas en blanco, dispuestas como principios, definen los objetivos regulatorios de la nación y ofrecen a las compañías supervisadas un amplio margen de flexibilidad en su implementación. Según la FSA, "los principios establecen en términos más generales los tipos de comportamiento que la FSA espera de las empresas y los individuos, por ejemplo: una empresa debe llevar a cabo sus actividades con la debida diligencia, habilidad y cuidado" (Veil, 2010).

Según el autor, el enfoque basado en principios tiene tres objetivos fundamentales: El primero, que las compañías se liberen de los altos costos burocráticos, y en consecuencia, la competitividad del mercado británico se incremente. El segundo, es que la FSA, pueda reaccionar con mayor facilidad y eficiencia a los nuevos desarrollos impulsados en los mercados de capitales. Y el tercero, es reducir la complejidad de la regulación financiera, mediante la versatilidad de los principios, descartando la necesidad de iniciar procesos legislativos onerosos para regular nuevos fenómenos simples.

El articulo concluye anotando que la comparación de estas dos filosofías fundamentalmente diferentes en cuanto a la regulación, puede provocar críticas fundamentales. Evidentemente, el concepto de regulación practicado en el Reino Unido no puede aplicarse en Alemania, ya que la implementación de una ley sustancial por una autoridad a la que se permite posteriormente aplicarla con multas y sanciones, es incompatible con la concepción alemana de la separación de poderes. Sin embargo, Veil resalta que las ventajas del enfoque británico no deben ser ignoradas.

Además de contar con normas claras y detalladas sobre la materia, un catálogo propio de principios es una herramienta adicional y práctica, que contribuye en muchos aspectos, como por ejemplo la interpretación de normas existentes frente a circunstancias atípicas. Estas filosofías regulatorias, deben tomarse en consideración al momento de planificar el diseño legislativo de un mercado de capitales, a nivel local o regional. Esta discusión, es importante tenerla en mente cuando abordemos el marco regulatorio del MILA. Debe cuestionarse particularmente, el rol de los principios en la implementación y aplicación de las disposiciones que regulan el mercado integrado.

3. INTEGRACIÓN FINANCIERA EN LA ALIANZA DEL PACIFICO

La integración económica de los países de América Latina es según (Monteagudo, 2017) un viejo proyecto concebido durante los primeros años de la independencia de España. La ruta de la integración ha sido revivida en diferentes momentos de la historia, con distinta intensidad y enfocada a distintos sectores de la economía. Iniciativas como la Comunidad Andina de Naciones (CAN), el Mercado Común del Sur (MERCOSUR), el Sistema de Integración Centroamericana (SICA), la Unión de Naciones Suramericanas (UNASUR) y la Alianza del Pacífico (AP) son la expresión contemporánea de esa aspiración original de integración.

De acuerdo con (Enoch et al., 2017) Muchos factores indican que ahora puede ser el momento ideal para que las economías latinoamericanas trabajen por lograr una mayor integración financiera regional. Dada la reciente desaceleración económica en gran parte de la región, el limitado progreso en la búsqueda de acuerdos globales y el retiro generalizado de las instituciones financieras mundiales de los mercados emergentes. La integración financiera regional, podría ayudar a apuntalar las economías de América Latina, mejorar la competencia y, a mediano plazo, liderar el camino hacia una mayor integración mundial.

El crecimiento de la mayor parte de América Latina ha estado estrechamente relacionado con la expansión de la economía china, que impulsó tanto el aumento del volumen de las exportaciones de productos básicos como el consiguiente aumento de los precios de venta de los mismos. Con la desaceleración de China y el fin del “Súper-ciclo de los productos básicos”, es posible que el crecimiento a través de las exportaciones de estos productos

ya no proporcione un apoyo suficientemente fuerte a las economías de la región. La perspectiva de unas condiciones financieras mundiales más estrictas complica aún más las perspectivas económicas para Latinoamérica. Las nuevas industrias requerirán financiación, lo que a su vez requerirá mercados financieros sólidos, tanto en lo que respecta a la banca, como a los mercados de capitales.

En adición a lo anterior, los grandes bancos internacionales que han sido protagonistas importantes en muchas economías latinoamericanas, se han ido retirando desde la crisis financiera mundial. Varios de ellos se debilitaron en sus países de origen y se han visto obligados a reducir sus actividades (especialmente en las economías emergentes). Para [\(Enoch et al., 2017\)](#), en la medida en que los bancos salientes no sean reemplazados por instituciones transfronterizas, aumentará la concentración en los sistemas bancarios nacionales, lo cual generaría una posible pérdida de fuerzas competitivas.

En este orden de ideas, el autor concluye que la integración financiera regional podría ser una respuesta importante a los actuales retos y circunstancias económicas de América Latina. No solo porque facilitaría la inversión interna y permitiría que los mercados de la región alcancen un tamaño mínimo viable, sino que también añadiría una dimensión de diversificación, de modo que las economías no dependerían únicamente de los acontecimientos internos para progresar. En particular, la integración financiera regional permitiría a las economías latinoamericanas cosechar los beneficios de la estabilidad económica de otros países de la región, facilitaría la adopción por parte de las economías latinoamericanas de mejores prácticas en esferas como la supervisión y la contabilidad, y serviría como un paso hacia una integración más amplia en una etapa posterior.

En un momento de desaceleración económica mundial y regional, el sentimiento proteccionista ha ido en aumento en muchos países y zonas del mundo —como puede evidenciarse por el retiro masivo de instituciones bancarias—. América Latina ha sido, en su mayor parte, una excepción a esta tendencia al preservar el impulso integrador regional en medio del proteccionismo financiero global. (Perry & Auvert, 2016).

Un ejemplo de esto, es la fundación de la Alianza del Pacífico— formada por Chile, Colombia, México y Perú— iniciativa que ha sido celebrada como un ejemplo de "*open regionalism*"¹⁶ basado en el comercio liberalizado intrarregional y con el resto del mundo. El Acuerdo Marco de la Alianza del Pacífico firmado en 2012, convoca específicamente a que se aumente "la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas" entre los países miembros.



Figura 2: Países miembros de la AP
Fuente: Archivos de la Alianza.

Al respecto, Monteagudo anota que si bien el regionalismo latinoamericano de los últimos años se ha movido en su mayor parte hacia la liberalización económica (bajo un modelo de *open regionalism*), esta tendencia, no ha sido acompañada por un convenio institucional supranacional, equivalente al existente en la Unión Europea.

¹⁶ “Open regionalism”, (en español “Regionalismo abierto”) es un termino empleado en el Acuerdo Marco de la alianza del pacifico. Hace referencia a un tipo de estrategia de integración económica llevada a cabo por un país o región, para facilitar el intercambio internacional de bienes o servicios y coordinar políticas económicas transnacionales.

Desde la perspectiva de la historia del derecho económico internacional, es interesante que la ausencia de dicho arreglo institucional no haya impedido un nivel sustancial de convergencia macroeconómica¹⁷ (bajo mecanismos de *soft law* —como acuerdos marco y protocolos adicionales—) entre los países que integran la AP.

El Observatorio Estratégico de la AP (OEAP), en un documento titulado “Hoja de ruta para la integración financiera en la Alianza del Pacífico” declara que “La integración financiera constituye uno de los pilares fundamentales de la AP”. Establecer un mercado financiero integrado de la Alianza, que comprenda tanto instrumentos de renta fija como variable, así como servicios financieros, es clave para lograr el objetivo estratégico acordado por los gobiernos de los países miembros.

3.1. Descripción de los mercados que integran la Alianza del Pacífico

De acuerdo con los datos recopilados por el OEAP y el CLAPES-UC¹⁸, El PIB total de los países de la AP en 2017 asciende a US\$ 1.947 billones. México es el país más grande del bloque, con un PIB de US\$ 1.150 billones, seguido en segundo, tercer y cuarto lugar por Colombia, Chile y Perú respectivamente. Esta información puede ilustrarse mejor a través del siguiente gráfico:

¹⁷ De acuerdo con (Monteagudo, 2017), La convergencia macroeconómica entre México, Colombia, Perú y Chile se ha traducido en un orden constitucional “no intencionalmente similar”, en ámbitos tan importantes como la estabilidad fiscal y monetaria, la integración financiera y la cooperación en materia de reglamentación.

¹⁸ Centro Latinoamericano de Políticas Económicas y Sociales de la pontificia Universidad Católica de Chile.

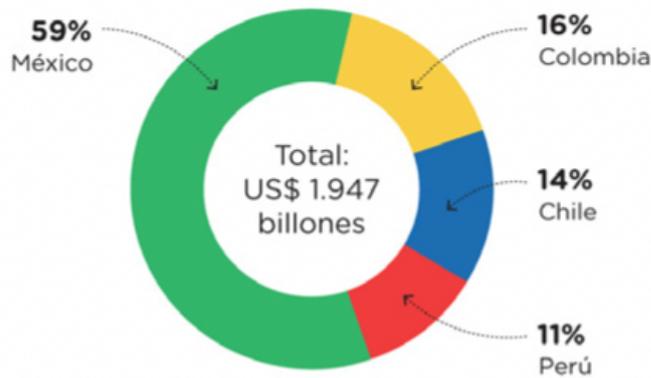
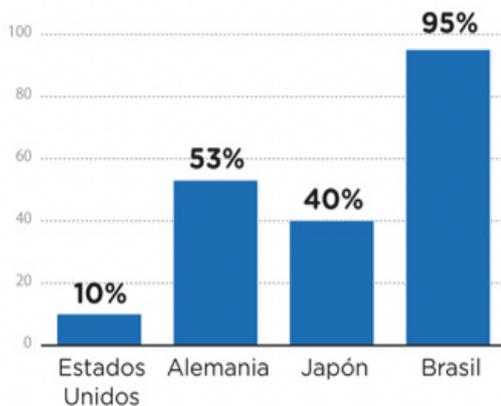


Figura 3: PIB de los países de la AP (2017).
Fuente: OEAP y (CLAPES-UC, 2018)

Para ofrecer una mayor claridad con respecto a la participación de los países de la AP en la economía global, la siguiente grafica muestra la fracción que representa el PIB total del bloque AP, en el PIB de Estados Unidos, Alemania, Japón y Brasil. La suma de los PIB de los cuatros países de la AP equivale solo al 10% del PIB de Estados Unidos, mientras que representa el 95% del PIB de Brasil. En el caso de Alemania y Japón esta cifra alcanza el 53% y 40% respectivamente (CLAPES-UC, 2018).



Respecto a la capitalización bursátil, ésta bordea los US\$ 930 billones para el conjunto de países de la AP. México mantiene el primer lugar en esta dimensión, seguido de Chile, Colombia y Perú.

Figura 4: PIB total de la AP, contrastado con el PIB de países seleccionados.
Fuente: OEAP y (CLAPES-UC, 2018)

3.2. El Mercado Integrado Latinoamericano: Antecedentes, Características y Balance de funcionamiento.

Los orígenes del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) se remontan a 2009, año en que la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa de Valores de Lima, así como los Depósitos Centrales de Valores (DCVs) correspondientes —Deceval (Colombia), DCV (Chile) y Cavali (Perú)—, establecieron los primeros lineamientos para el futuro funcionamiento de un mercado bursátil integrado. Así, el MILA nace como una iniciativa del sector privado y no una política pública implementada por las autoridades de los países de la AP. Según (Sabbah, 2017) la iniciativa MILA surge en parte como una reacción frente a la amenaza de Brasil (Bovespa) de transformarse en el mercado bursátil dominante en la región.

En mayo de 2011 se efectuaron las primeras transacciones entre Bolsas y luego en junio de 2014 la Bolsa Mexicana de Valores e Ideal (DCV de México), respectivamente, se unieron al Mercado Integrado. El MILA, solo considera instrumentos de renta variable y fondos mutuos abiertos, pero se pretende incorporar instrumentos de renta fija en el futuro cercano (CLAPES-UC, 2018).

De acuerdo con (Lizarzaburu Bolaños et al., 2015), las siguientes razones explican esta iniciativa de integración bursátil: (i) los mercados de valores que pretenden unirse son las principales instituciones de cada mercado, (ii) el creciente interés de los países participantes en las inversiones cruzadas, (iii) las altas expectativas de crecimiento económico, y (iv) la presencia de mercados de valores complementarios. Las operaciones de MILA tienen por objeto simplificar y mejorar la eficiencia de la negociación de

acciones entre los inversores de los cuatro mercados integrados, permitiendo a los corredores locales negociar instrumentos listados en los otros mercados miembros.

Actualmente las cuatro bolsas están interconectadas mediante un sistema de “order-routing”, de tal forma que cada integrante de una bolsa observa en sus terminales los instrumentos de las otras tres bolsas y puede realizar una operación colocando órdenes de compra y venta a través de un corredor corresponsal. En otras palabras, el MILA brinda la posibilidad de visualizar precios y operar en las otras tres bolsas (Sabbah, 2017). De esta manera, el MILA promueve la integración financiera en la AP pues, bajo esta plataforma, los inversionistas no necesitan registrarse en todos los mercados para realizar operaciones transfronterizas.

Los contratos firmados entre los distintos DCVs permiten que éstos actúen como custodios internacionales, dando a las inversiones transfronterizas el mismo tratamiento que las inversiones locales. Así, por ejemplo, al utilizar MILA la adquisición de instrumentos colombianos por parte de inversionistas chilenos es custodiada por el Depósito Central de Valores de Chile mediante una cuenta ómnibus¹⁹ de éste en Deceval, mientras que la misma operación por fuera de MILA requiere de la contratación de un custodio internacional tradicional. (Sabbah, 2017).

Enrique Bascur²⁰, manifestó en el 2012 en un foro realizado en Chile que “*Si el MILA funciona será un círculo virtuoso en términos de liquidez y tamaño de mercado*”. Lo que

¹⁹ Una cuenta ómnibus es una cuenta de valores en la que todas las acciones y activos de varios clientes se agrupan en torno a una misma cuenta de la depositaria o gestora.

²⁰ Disertación realizada por el ejecutivo, en el marco del foro organizado por LAVCA en Chile, (Asociación Latinoamericana de Venture Capital, en sus siglas en inglés)

se traduce, en que el mercado integrado esta pensado para atraer más flujos de capital internacional, y consecuentemente incrementar la liquidez de los mercados de capitales. Tanto la liquidez como el tamaño de los mercados, son factores que atraen a inversionistas y emisores. Si el mercado responde a la integración siguiendo esta dinámica, se configuraría el aclamado “*Ciclo virtuoso del MILA*”.

Podemos describir las ventajas que crea el MILA, en atención a los distintos participantes del mercado (inversores, emisores e intermediarios). Así, los beneficios para los inversores incluyen el fácil acceso a un mercado mucho más amplio; más alternativas de inversión en instrumentos financieros; más liquidez que permite una mayor diversificación de las inversiones; un mejor equilibrio entre riesgo y rendimiento; y un único punto de acceso a los mercados de valores de América Latina para los inversores extranjeros (Figueroa, 2014).

Entre las ventajas para los emisores figuran el acceso a un mercado más amplio para nuevas ofertas públicas iniciales (OPIs); un mayor acceso al capital; una base de inversores más amplia para sus necesidades de financiación; la captación del interés de nuevos inversores; y la reducción de los costos de capital. Los mecanismos de integración bursátil del MILA hacen que los mercados de valores sean más atractivos y competitivos porque aumentan la cartera de productos y ofrecen nuevos vehículos de inversión para los inversionistas. Además, producen un fortalecimiento tecnológico adecuado a los estándares internacionales, que favorece la actividad de los intermediarios.

No obstante, a pesar de todos los beneficios proyectados, en un estudio reciente (Cabralés et al., 2019) afirman que el desarrollo del MILA no cumplió las expectativas trazadas.

Debido en buena parte a que la eliminación de barreras para crear un mercado armonizado y abierto, ha requerido un proceso de mejoramiento continuo de las infraestructuras, de las instituciones participantes y una evaluación por parte de los reguladores de las normas para poder cumplir con los objetivos con los que el MILA fue creado inicialmente.

Los autores anexan como evidencia de esta situación, que de acuerdo con cifras publicadas por la Bolsa de Valores de Colombia, el volumen total negociado en la infraestructura MILA pasó de US\$ 16 millones en 2011 a US\$ 140 millones en 2013. Es de resaltar que este buen comportamiento del mercado bursátil para esta época esta correlacionado con el buen momento en que se encontraban las economías de la región. Los precios del petróleo y el gas natural en niveles alentadores hacían que el ambiente fuera propicio para las inversiones en un momento de alza en los precios de los commodities. Sin embargo, en los últimos años se ha evidenciado una disminución en los volúmenes totales de negociación, llegando a US\$ 47 millones en 2017, cifra que incluye las operaciones realizadas en el mercado mexicano desde su entrada en el 2014.

Sin embargo, este comportamiento negativo del MILA, también es atribuido por muchos autores, a las circunstancias económicas por las ha que atravesado la América Latina a partir de 2014. (algunas de las cuales fueron mencionadas, citando a [\(Enoch et al., 2017\)](#) en el subtítulo anterior de esta investigación). Esta postura, contrarresta la hipótesis de que los fallos del mercado integrado son principalmente imputables a fallas estructurales y falta de armonización regulatoria o voluntad política.

Al respecto, el documento publicado por [\(CLAPES-UC, 2018\)](#), señala que pese a reducir barreras regulatorias como son los requisitos de registro, los volúmenes transados en el

MILA han sido significativamente inferiores a los volúmenes negociados en las distintas bolsas. Por ejemplo, mientras que en abril del año 2018 se transó un volumen de US\$ 3.431 millones en la Bolsa de Comercio de Santiago, los corredores colombianos, peruanos o mexicanos sólo transaron US\$ 3,1 millones en acciones chilenas mediante MILA, lo que representa menos del 0,1% del volumen total transado. Al repetir este ejercicio en las restantes Bolsas se constatan situaciones similares.

		País de Origen			
		Chile	Colombia	México	Perú
País de Destino	Chile	106.433	163	41	1.516
	Colombia	1.347	45.850	141	1.504
	México	3.987	267	139.288	718
	Perú	1.437	325	10	25.530

Tabla 1: Inversiones domésticas vs. Inversiones entre países de la AP
Fuente: OEAP y (CLAPES-UC, 2018)

En este contexto, la Tabla 1 muestra la inversión de portafolio que cada país de la AP realiza en activos domésticos y en los restantes países del bloque. Los elementos que se encuentran en la diagonal de esta tabla (cifras en rojo) muestran, que en todos los países miembros la inversión doméstica supera notoriamente la inversión en los otros países del bloque. Este argumento, permite inferir que los mercados que conforman el MILA, pese a los esfuerzos realizados, no se encuentran materialmente integrados entre sí.

En conexión con lo anterior, señala (Larraín, 2016), en un estudio conducido para el BID, que el desarrollo del MILA aún es incipiente. Si bien la capitalización bursátil y el número de empresas listadas lo ubican como uno de los principales mercados de la región,

las operaciones acumuladas a través de la infraestructura MILA representan una proporción poco significativa en relación con el tamaño agregado de los tres mercados. Es importante aclarar que los balances de eficiencia expuestos, en ninguna forma deben asimilarse como un fracaso de la iniciativa de integración bursátil. El MILA, es un mercado joven comparado con otras iniciativas ya consolidadas —como el caso europeo—. El ánimo integrador sigue vigente entre los países miembros y el estado actual del mercado, aún brinda espacio a las reformas estructurales —y regulatorias—necesarias para su evolución y perfeccionamiento.

4. MARCO REGULATORIO DEL MILA

La ordenación de la regulación en materia de valores es múltiples y compleja. Múltiples en la medida en que abarca un alto número de materias, con subdivisiones multiplicadoras a su vez en la mayoría de los casos. Y compleja, en cuanto su estructura es de niveles compuestos e interrelacionados de diversos modos. Adicionalmente, no es posible aislar la materia de estudio en una composición simple bajo el título “mercado de valores” con el objetivo de analizar de modo delimitado o restrictivo su contenido y alcance. (BID, 2016).

La injerencia transversal de, a su vez, variadas materias normativas de otras disciplinas la sitúa en un mundo en el que, inevitablemente, influyen otras áreas del derecho. Dentro del universo de componentes de naturaleza jurídica que interesa a la regulación de valores, podemos identificar disposiciones: orgánicas, financieras y prudenciales, societarias, contables y de información financiera, públicas, de revelación y transparencia, bursátiles, operacionales y procedimentales.

Este vasto marco, compuesto por normas, acuerdos, directrices y reglamentos (entre otros instrumentos), es en el caso del MILA, un compendio de múltiples disposiciones de carácter nacional y transnacional. Por lo que analizar íntegramente su composición es una tarea compleja y rigurosa que extralimita los objetivos de esta investigación. Sin embargo, es importante anotar que este tipo de revisiones normativas tan complejas, han sido adelantadas en los últimos años —sobre todo a nivel institucional—. Se pueden encontrar voluminosos archivos del BID, que sintetizan y ofrecen una visión más detallada y técnica de los distintos ámbitos que componen el universo regulatorio del MILA, e incluso, en algunos casos realizan comparaciones entre las normas vigentes en cada país con relación a temas específicos, de particular relevancia para la operación del mercado integrado.

En este capítulo, enfocaremos nuestra revisión del marco regulatorio del MILA, en los siguientes puntos: En primer lugar, estudiaremos su proceso de conformación a través de Memorandos de entendimiento; En segundo lugar, veremos como interactúan las diferentes disposiciones que componen el marco regulatorio del mercado, e identificaremos algunas características generales, propias de los marcos legales de los países que lo conforman

A) Proceso de conformación del MILA

El Mercado integrado latinoamericano, es el primero en el mundo en ser formalizado sin la mediación de fusiones corporativas, ni instrumentos de integración de carácter público. Esta forma de integración es posible gracias al uso de herramientas tecnológicas y a la estandarización de las regulaciones sobre la negociación del mercado de capitales y la custodia de valores entre las naciones participantes (Lizarzaburu Bolaños et al., 2015).

De acuerdo con (Figueroa, 2014), Los orígenes del MILA se remontan a la Carta de Intención firmada en Lima en septiembre de 2009, por la Bolsa de Valores de Lima, la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa de Valores de Santiago y los DCVs —CAVALI, DECEVAL y DCV—, respectivamente. En este acuerdo, las partes expresaron su deseo de crear y promover un modelo de integración de mercados.

La creación e implementación del MILA, se llevó a cabo a través de una serie de mesas redondas realizadas entre representantes de las bolsas de las tres jurisdicciones participantes, que comenzaron a reunirse en 2009. Durante la Primera Mesa Redonda, celebrada en Santiago en octubre de 2009, las entidades supervisoras de cada país, firmaron su Primer Memorando de Entendimiento ("MoU I"). El propósito de este documento —no vinculante— era identificar los aspectos necesarios que debían ser analizados antes del establecimiento de un mercado de capitales integrado.

El (MoU-I, 2009) también identificó otras dos áreas que debían ser abordadas por las partes, estas fueron: La creación de canales de comunicación adecuados entre ellas y el establecimiento de mecanismos para garantizar la confidencialidad de la información relacionada con el proyecto. El anexo No. I del MoU I contenía una lista de los dieciocho aspectos principales que debían ser revisados antes del establecimiento del MILA, entre los que se incluían, entre otros, el acceso a las empresas de corretaje; el acceso al mercado de valores integrado; la supervisión y vigilancia del mercado de valores integrado; la creación de normas para el sistema de negociación; y la custodia, compensación y liquidación de las operaciones de valores.

De conformidad con los acuerdos alcanzados en la Segunda Mesa Redonda celebrada en Lima en enero de 2010, las entidades supervisoras firmaron el Segundo Memorando de Entendimiento ("MoU II"), que constituye uno de los hitos fundamentales del MILA, ya que en este documento las partes establecieron el modelo de integración de mercados que se seguiría en el proyecto integrador y dividieron la ejecución del mismo en dos etapas. Para la primera etapa, las partes acordaron seguir un esquema de intermediación bursátil a partir de noviembre de 2010, sin necesidad de modificar las leyes locales. Luego, para la segunda etapa, las partes acordaron seguir un esquema de acceso directo a los intermediarios y aplicar las normas estándar de negociación para fines de 2011.²¹

Antes del inicio de la primera etapa de la MILA, las entidades supervisoras realizaron una tercera mesa redonda, en junio de 2010, en la que evaluaron los posibles beneficios del mercado integrado y acordaron las normas que se aplicarían en las reglamentaciones locales para poner en funcionamiento el MILA. Finalmente, el 30 de mayo de 2011, se celebró el inicio de la integración de los mercados bursátiles de Chile, Colombia y Perú.

Tras la puesta en marcha de la integración bursátil, las entidades supervisoras celebraron dos reuniones para reformar el MoU II. En la primera reunión, estos organismos firmaron la Primera Adenda al MoU II mediante la cual crearon un Comité de Supervisión para supervisar y controlar las actividades relacionadas con el funcionamiento de la MILA y además, establecieron las competencias de las entidades supervisoras locales. En la segunda reunión, las entidades supervisoras firmaron la Segunda Adenda al MoU II para crear el Comité Ejecutivo de Autoridades. Este órgano se creó con el fin de establecer un coordinador administrativo supremo para la implementación del MILA.

²¹ Ver Memorando de Entendimiento II (MoU-II, 2010), para mayor información sobre las etapas descritas.

En 2011, las partes comenzaron a discutir la posible incorporación de México al mercado integrado. En diciembre de ese año, las Bolsas de Valores y Depósitos de Chile, Colombia y Perú firmaron una Carta de Intención con la Bolsa Mexicana de Valores, para realizar estudios de viabilidad encaminados a analizar la posible integración de la Bolsa de Valores de México en el acuerdo MILA. Después de dos años de negociación, en Julio 2014, Se crean índices MILA Pacific Alliance con S&P, que incluyen por primera vez al mercado mexicano. Finalmente en diciembre 2014, se oficializa la Incorporación de Bolsa Mexicana de Valores e INDEVAL a MILA, realizándose la primera transacción sobre un emisor chileno por parte de GBM México.

B) Esquema regulatorio del MILA

Una de las características más importantes del MILA a nivel estructural, es que esta iniciativa de integración no priva a ningún mercado de su independencia o autonomía regulatoria. No obstante, _ afirman que el crecimiento sostenido y compartido de un mercado integrado, se ve proyectado con mayor claridad si existe un marco regulatorio estandarizado.

En esta misma línea, (Lazarov et al., 2016) declaran que la armonización del marco legal de un mercado integrado, es una condición necesaria, para lograr iniciativas regionales exitosas. Esta armonización, debe configurarse principalmente en los siguientes asuntos: Procedimientos de insolvencia, estándares de contabilidad y reporte, la existencia de un régimen liberalizado de comercio, buenas practicas en materia de gobierno corporativo y facultades equivalentes de los órganos de supervisión.

En el caso del MILA, la convergencia macroeconómica anotada por (Monteagudo, 2017), ha permitido que exista un alto grado de correspondencia entre los citados asuntos normativos, dentro de los cuatro ordenamientos jurídicos. Dicha convergencia, se debe en parte a la implementación de algunas directrices de carácter internacional por parte de los países miembros (como por ejemplo, los principios de buen gobierno corporativo dispuestos por la OCDE, organización de la cual forman parte Colombia, Chile y México).

La armonización regulatoria del MILA, se encuentra orientada por el principio de “reconocimiento mutuo”. Este vehículo para la armonización, de acuerdo con el (BID, 2016) ha cimentado hasta el presente las relaciones entre los países MILA y se fundamenta en la avenencia multilateral respecto de unos estándares mínimos que guían y determinan la regulación. En el caso MILA, juega un papel esencial la confiabilidad en las estructuras regulatorias (y de supervisión) mínimas, exigibles para el desarrollo de actividades transfronterizas. Y, desde luego, este modelo presupone la plena libertad de cada jurisdicción para regular —de acuerdo con esas bases comunes— a su necesidad o conveniencia.

Una representación general del esquema jurídico de cada país integrante del MILA, puede hacerse relacionando las principales normas existentes en materia de mercados de valores. En Chile²², el mercado de capitales esta regulado principalmente por la Ley No. 18045, promulgada en 1981 y sus adendas subsiguientes. Adicionalmente, las normas de carácter general (“NCGs”) emitidas por la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, también juegan un rol importante en la estructura regulatoria de este mercado.

²²(Mendoza, 2015) anota que la creación del MILA puede generar una *convergencia* regulatoria entre los estados miembros, alineada hacia los —más altos— estándares de transparencia y gobierno corporativo contemplados por Chile.

Algunas de las más relevantes en el marco del MILA son: La NCG No. 216 de 2008, sobre la definición y el registro de inversores extranjeros en las bolsas. Y la NCG No. 240 de 2009, sobre la oferta pública de activos extranjeros.

En el caso de Perú, la “Ley del mercado de valores” de 1996, constituye el cuerpo central de la regulación del mercado bursátil peruano, y su propósito es regular la creación y la operación de este mercado. La reforma más importante de esta ley, fue promulgada en 2008 a través del decreto legislativo No. 1061, el cual estaba orientado a mejorar la regulación financiera vigente hasta el momento, de cara al acuerdo de promoción comercial celebrado con EE. UU.

En adición a la Ley del mercado de valores, la operación del mercado está gobernada por normas y estatutos subsidiarios, listados en el decreto legislativo 861 de 1996. Algunas de las normas subsidiarias más relevantes son: Los usos bursátiles y mercantiles locales e internacionales, la ley de normas generales para procedimientos administrativos y la ley orgánica de la superintendencia de banca y seguros. ((Figuroa, 2014).

El sistema financiero colombiano por su parte, se encuentra regulado mayoritariamente por dos cuerpos de leyes. El primero, es el estatuto orgánico del sistema financiero (decreto No. 663 de 1993). El segundo, es el decreto No. 2555 de 2010, sobre los sectores financiero, asegurador y del mercado de valores. La ley 964 de 2005 (sobre el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público), y sus posteriores reformas, junto al decreto 2555, constituyen las principales disposiciones orientadas al control del mercado de capitales colombiano. Otras normas relevantes en este sentido, son la ley 1226 de 2008, sobre el manejo de la información financiera y la ley 1328 de 2009, que establece el régimen de protección de los consumidores financieros.

De acuerdo con el estudio previamente citado del (BID, 2016), se observa que en relación con las disposiciones sobre la operación y funcionamiento del mercado de valores, existen ciertas diferencias en materia de fuente legislativa, dado que en algunos países el órgano legislativo se ocupa de varias de estas materias directamente, en tanto en otros la regulación se efectúa por otros poderes públicos y en múltiples aspectos, directamente por las entidades de supervisión del mercado. Sin embargo, es apreciable en todos los países, la delegación a estas instituciones supervisoras de facultades de reglamentación o disposición de excepciones. Esta circunstancia, las reviste de amplias capacidades para asumir y expedir —en los casos en que resulte necesario o conveniente— regulaciones comunes en las áreas de su competencia delegada.

5. DESAFÍOS REGULATORIOS DEL MILA

En este acápite, describiremos los aspectos que según expertos en la materia, deben incluirse en las próximas agendas regulatorias del MILA. Estas reformas e innovaciones regulatorias, surgen en razón a distintos objetivos. Bien sea que se requiera corregir fallos del mercado relacionados con aspectos regulatorios; incrementar el nivel de armonización entre los mercados; elevar los estándares de regulación de cara a las exigencias globales o simplemente, como respuesta al surgimiento de nuevos instrumentos o estrategias de negociación.

De acuerdo con el estudio realizado por (CLAPES-UC, 2018) —y en concordancia con lo desarrollado en capítulos previos de esta investigación— a pesar de existir potenciales beneficios de una mayor integración financiera en la AP, la integración de este tipo entre los países del bloque aún es baja. Esto sugiere la existencia de factores (barreras) que

directa o indirectamente incrementan los costos de hacer transacciones financieras entre los países del bloque. En este contexto, los autores identifican tres áreas — aspectos tributarios, cambiarios y regulatorios— que por medio de su impacto en los costos de transacción podrían estar mermando la integración financiera en la alianza.

Con relación a los aspectos tributarios, los autores denuncian que El tratamiento tributario de las operaciones transfronterizas en el MILA, no sólo es poco claro, sino que también difiere entre países, lo que incrementa el costo y riesgo para inversionistas de dar cabal cumplimiento a sus obligaciones en esta materia. Si bien existen tratados de doble tributación entre países de la AP, éstos son bilaterales. No existe un marco tributario común), no se elimina la doble tributación, no existe un procedimiento estandarizado y simple para obtener los certificados de pagos de tributos y las autoridades tributarias no reconocen fácilmente los documentos emitidos por sus contrapartes (o entidades responsables) en otros países.

Para promover una mayor integración entre los países MILA, el citado artículo propone que las autoridades tributarias estén interconectadas, de tal manera que puedan compartir información en línea sobre los contribuyentes. Así, la autoridad tributaria del país donde reside el inversionista puede conocer con exactitud qué impuestos se pagaron (retuvieron) en el país donde está localizada la inversión, facilitando de este modo al contribuyente la aplicación de los tratados de doble tributación. Al mismo tiempo, esto permitiría que los contribuyentes puedan obtener certificados de cumplimiento tributario en línea y a bajo costo.

En adición a lo anterior, con el objetivo de disminuir los costos de transacción asociados a los requisitos de registro que enfrentan los inversionistas, se recomienda establecer un *registro tributario único para inversionistas de la AP*, de modo que un inversionista autorizado para operar en uno de los países quede automáticamente habilitado para operar en los otros tres. ((CLAPES-UC, 2018).

Por otro lado, con relación a la regulación cambiaria del MILA, declaran los autores que actualmente no existen mercados cambiarios entre monedas de los países de la AP, por lo que se debe recurrir al uso de dólares para realizar operaciones financieras entre los países del bloque²³. Lo anterior implica que en la actualidad existe un doble cobro de *spreads*²⁴ asociados a la compra y venta de dólares, lo que podría estar mermando el desarrollo de la integración financiera en la AP, ya que pagar dos spreads en vez de uno, disminuiría la rentabilidad de las operaciones transfronterizas.

La falta de un sistema de liquidación en moneda extranjera (dólar) para los intermediarios de la AP es percibida por los participantes del mercado, como una barrera importante para la integración financiera del bloque. Más aún, considerando que en dos países de la AP – Colombia y Chile – no operan sistemas de pagos en dólares a nivel local. Esto obliga a usar “bancos corresponsales” en otras plazas de negociación para que pagos locales en dólares puedan llevarse a buen término. lo anterior, que implica un incremento en los costos de transacción y, más importante, un mayor riesgo operacional (ya que el cierre de la operación no es en tiempo real).

²³ Por ejemplo, para convertir la moneda del país X a la moneda del país Y, se necesita comprar dólares en X y luego venderlos en Y, y viceversa.

²⁴ El término “Spreads”: hace alusión a la diferencia entre el precio de compra y el de venta de un activo financiero. Puede emplearse como indicador de la liquidez de un valor (menores spreads indicarían más liquidez).

Se requiere, entonces, disminuir para el MILA los riesgos operacionales y los costos de transacción asociados al uso de dólares. En este sentido se sugiere que cada país establezca un sistema de liquidación y compensación en dólares a nivel local, lo cual para los autores constituye una condición mínima “y posiblemente de bajo costo” para promover la integración financiera en la AP.

Revisando la literatura, podemos concluir de acuerdo con (Larraín, 2016) y (Perry & Auvert, 2016) que los países miembros del MILA deben converger a mejores estándares en materia regulatoria y reducir las dispersiones en sus marcos tributarios. Asimismo, ambos autores destacan la importancia de que las infraestructuras a cargo de los servicios de compensación, liquidación y pagos operen de manera más eficiente y segura, garantizando el buen término y el cierre oportuno de las transacciones.

Ahora bien, otro catálogo de recomendaciones sobre las reformas que necesita el MILA ha sido desarrollado por (Enoch et al., 2017). Los autores comienzan por indicar que ante la situación actual del MILA, las autoridades de los países miembros deberían discutir medidas para reactivar el mercado. Para fortalecer su presencia y cumplir mejor los objetivos trazados, el mercado integrado deber expandir su capacidad —que hasta el momento solo contempla la inversión en renta variable—, habilitando la negociación de instrumentos de renta fija (como los bonos de deuda corporativa). Además, en la misma línea de pensamiento de (CLAPES-UC, 2018), los autores proponen que los corredores autorizados para operar en un mercado deberían contar con un “pasaporte” para operar directamente dentro del área MILA, bajo supervisión de las autoridades a nivel local y regional. De esta forma se eliminaría la dinámica del “doble-corretaje” (analizada en el

capítulo 3 de esta investigación) y los costos de transacción que el sistema de negociación actual acarrea.

Por último, para lograr una integración financiera más profunda, tanto (Enoch et al., 2017) como (CLAPES-UC, 2018), manifiestan la necesidad de levantar los límites vigentes sobre la inversión que pueden realizar los miembros del MILA en Fondos de Pensiones (FPs) en el exterior. De hecho, los autores consideran que debe revisarse toda regulación basada en límites cuantitativos existentes en los países de la Alianza, por cuanto éstas pueden resultar en barreras artificiales que merman la integración financiera al interior del bloque.

Estos límites genéricos, cuyo objetivo es contener el riesgo del portafolio forzando a los inversores y emisores a diversificar sus carteras o fuentes de financiación (lo que se conoce como regulación prudencial), deben irse reemplazando por evaluaciones de riesgo que consideren otros aspectos —propios de cada participante—. Es decir, por un modelo que distinga entre los inversionistas, sus volúmenes de negociación, sus horizontes propios de inversión o la naturaleza de su negocio.

CONCLUSIONES

De esta investigación puede concluirse, atendiendo a la extensa revisión teórica realizada, en primer lugar, que el fortalecimiento del sector financiero está estrechamente ligado al crecimiento económico de una nación. Y, al mismo tiempo, es un vehículo eficiente para promover el desarrollo social a nivel local o regional. Las políticas implementadas con respecto al sector financiero, deben por tanto, considerar siempre las implicaciones económicas y sociales generadas. Por su parte, la integración financiera ha sido un fenómeno prolífico en el mundo durante las últimas décadas, que genera muchos beneficios tanto para los sectores que se integran, como para la economía en general.

Estos procesos de integración, pueden desarrollarse de diversas formas de acuerdo con los intereses particulares de los estados implicados. La integración de mercados de capitales, por ejemplo, ha mostrado ser una opción deseable para los mercados bursátiles emergentes. Esto debido a que les permite aumentar su tamaño y liquidez, ampliando la oferta de activos negociados y el volumen de participantes en el mercado, condiciones que favorecen la atracción de inversores extranjeros y apoyan el desarrollo del mercado.

El MILA, es un claro referente de lo anteriormente descrito, sin embargo, pese a las múltiples condiciones que respaldan a la iniciativa de integración regional, y más aún, pese al arraigado impulso de integración por parte de sus miembros, puede afirmarse que en la práctica el mercado —particularmente, durante sus últimos 5 años de operación— no ha alcanzado las expectativas de crecimiento trazadas al momento de su conformación. Lo anterior, encuentra justificación en la existencia de algunas barreras, sobretodo de tipo regulatorio, que han dificultado una real y profunda integración entre los cuatro mercados.

Por lo tanto, en este punto, el derecho —a través de las reformas necesarias que se han identificado en la regulación de los mercados de capitales— ofrece el trampolín que el mercado necesita, para superar las barreras y alcanzar una integración más profunda. Conviene que las autoridades nacionales y los comités conformados por el MILA, diseñen una agenda regulatoria que responda a los desafíos actuales del mercado, tomando en consideración los valiosos aportes realizados desde la doctrina.

En el marco de esta nueva agenda regulatoria, me gustaría resaltar dos aspectos, que no han sido considerados a fondo en la literatura revisada, y a mi parecer, pueden impactar positivamente el futuro del MILA. El primero, es la necesidad de que exista un liderazgo político mas fuerte entre los países que integran el mercado. Encaminado a impulsar las reformas regulatorias necesarias para lograr el optimo funcionamiento del mismo. El segundo, hace referencia a la importancia de articular los objetivos de desarrollo sostenible de la ONU, dentro de las proyecciones del MILA.

La sostenibilidad es en la actualidad, un factor esencial dentro de los proyectos de tipo financiero. El MILA, por tanto, no debe ser la excepción a esta tendencia global hacia finanzas más sostenibles. Los mercados de capitales, por ejemplo, cumplen un rol fundamental en la financiación de la transición verde. Esto mediante la creación de instrumentos como los bonos verdes, o la conformación de portafolios que involucren proyectos de energía renovable, por mencionar algunos mecanismos. La sostenibilidad, además de ser un compromiso de todos los agentes de la sociedad y un factor clave para el desarrollo, es positivamente valorada por los inversores del siglo XXI. Por lo que profundizar en este aspecto, dentro del marco del MILA, es un planteamiento relevante en estos tiempos, que por supuesto amerita ser profundizado desde la investigación jurídica.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agénor, P.-R. (2003). Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. *The World Economy*, 26(8), 1089-1118. <https://doi.org/10.1111/1467-9701.00564>
- Arnold, T., Hersch, P., Mulherin, J. H., & Netter, J. (1999). Merging Markets. *Journal of Finance*, 54(3), 1083-1107.
- Asness, C. S., Israelov, R., & Liew, J. M. (2011). International Diversification Works (Eventually). *Financial Analysts Journal*, 67(3), 24-38. <https://doi.org/10.2469/faj.v67.n3.1>
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2004). *Growth Volatility and Financial Liberalization* (N.º w10560). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10560>
- BID. (2016). *Documento de la serie: «En Ruta hacia la Integración»: La regulación del Mercado de Valores en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): Ofertas públicas primarias y bonos | Publications.*
- BID. (2018). *Conectando los puntos: Una hoja de ruta para una mejor integración de América Latina y el Caribe | Publications.*
- Brugger, S., & Ortiz, E. (2012). *MERCADOS ACCIONARIOS Y SU RELACIÓN CON LA ECONOMÍA REAL EN AMÉRICA LATINA: EBSCOhost.*
- Cabrales, M., Escobar, A., & Carrillo, A. (2019). *Evolución 2011- 2018 del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y retos para su desarrollo estratégico.*
- Carmichael, J., & Pomerleano, M. (2002). *The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions* [World Bank Publications]. The World Bank. <https://econpapers.repec.org/bookchap/wbkwbpubs/15236.htm>
- CLAPES-UC. (2018). *Hoja de Ruta de Intregación Financiera.pdf*. Google Docs.
- Cybo-Ottone, A., Di Noia, C., & Murgia, M. (2000). Recent Development in the Structure of Securities Markets. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2000(1), 223-273. <https://doi.org/10.1353/pfs.2000.0007>
- Enisan, A. A., & Olufisayo, A. O. (2009). Stock market development and economic growth: Evidence from seven sub-Sahara African countries. *Journal of Economics and Business*, 61(2), 162-171.
- Enoch, C., Bossu, W., Cáceres, C., Singh, D., & International Monetary Fund (Eds.). (2017). *Financial integration in Latin America: A new strategy for a new normal*. International Monetary Fund.

Figuerola, D. (2014). *Integrating Latin American Stock Markets: The Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): Innovations and Perspectives* (SSRN Scholarly Paper ID 3156720). Social Science Research Network.

Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2004). The Role of Social Capital in Financial Development. *The American Economic Review*, 94(3), 526-556.

Hal S., S. (2012). *International Finance: Law and regulation*. https://www.goodreads.com/work/best_book/20530832-international-finance-law-and-regulation

IOSCO. (2017). *Objectives and principles of securities regulation*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>

Kohli, R. (2012). Exchange Consolidations: Experiences and Issues. *Money & Finance*, 49-74.

Kokkoris, I., & Olivares-Caminal, R. (2007). *Some Issues on Cross-Border Stock Exchange Mergers*.

Larrain, G. (2016). *Documento de la serie: «En Ruta hacia la Integración»: Integración financiera en América Latina: Realidades, desafíos y propuestas estratégicas | Publications*.

Lazarov, D., Miteva-Kacarski, E., & Nikoloski, K. (2016). An Empirical Analysis of Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Macedonia. *South East European Journal of Economics and Business*, 11(2), 71-81. <https://doi.org/10.1515/jeb-2016-0012>

Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.

Levine, R. (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 398-428. <https://doi.org/10.1006/jfin.2002.0341>

Levine, R. (2003). More on Finance and Growth: More Finance, More Growth? *Review* (00149187), 85(4), 31. <https://doi.org/10.20955/r.85.31-46>

Lizarzaburu Bolaños, E. R., Burneo, K., Galindo, H., & Berggrun, L. (2015). Emerging Markets Integration in Latin America (MILA) Stock market indicators: Chile, Colombia, and Peru. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*,

Mendoza, J. M. (2015). *Convergence, Coordination and Collusion in Securities Regulation: The Latin American Integrated Market* (SSRN Scholarly Paper ID 2639344).

Monteagudo, M. (2017). *The Pacific Alliance in Search for a Financial Integration: So Close and Yet so Far* (SSRN Scholarly Paper ID 3082799).

MoU-I. (2009). *Memorando de Entendimiento I*.

MoU-II. (2010). *Memorando de Entendimiento II*.

Nielsson, U. (2009). *Stock Exchange Merger and Liquidity: The Case of Euronext* (SSRN Scholarly Paper ID 1427430). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=1427430>

Perry, G., & Auvert, D. (2016). *Financial Integration in the Pacific Alliance* | Wilson Center. <https://www.wilsoncenter.org/article/financial-integration-the-pacific-alliance>

Veil, R. (2010). Enforcement of Capital Markets Law in Europe—Observations from a Civil Law Country. *European Business Organization Law Review*, 11(3), 409-422. <https://doi.org/10.1017/S156675291030005X>