



**EL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA): UNA
MANIFESTACIÓN DE LA PRESTACIÓN TRANSFRONTERIZA DE SERVICIOS
FINANCIEROS**

**PRESENTADO POR: LAURA MARÍA RODRÍGUEZ MORENO Y SERGIO
ALEJANDRO URUEÑA BETANCOURT**

DIRECTOR DE TESIS: DR. FELIPE ISAZA NORIEGA

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA
FACULTAD CIENCIAS JURÍDICAS
BOGOTÁ D.C.**

2019

RESUMEN

Este documento pretende hacer un acercamiento, de manera general, cómo el fenómeno de la globalización ha dado lugar a diferentes procesos de integración de los mercados, entre ellos el mercado bursátil. Es así, como el Sector Financiero no ha sido ajeno a estos procesos, en tal medida, desde 1991 con la creación de la Organización Mundial del Comercio –OMC- se ha facultado a los países miembros para la prestación de servicios financieros transfronterizos, entendidos estos como servicios bancarios y financieros, servicios de seguros y servicios de intermediación y negociación de valores que es el tema que nos ocupa. Con la creación de la “Alianza del Pacífico” se presentó el proyecto de unificación de negociación de valores denominado -Mercado Integrado Latinoamericano- o “MILA”, que ya cuenta con ocho años desde su formalización, y en tal medida, con la presente monografía se pretende determinar, desde el estudio de la actividad de asesoría en el mercado de valores, las diferencias en la regulación de los países que lo integran y la necesidad de lograr un estándar normativo que genere mayor confianza en el mercado.

Palabras clave: Negociación transfronteriza de valores, Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), integración financiera regional, prestación transfronteriza de servicios financieros.

ABSTRACT

This document intends to approach, in a general manner, how the phenomenon of globalization has led to different processes of market integration, including the stock market. This is how the Financial Sector has not been oblivious to these processes, to such extent, since 1991 with the creation of the World Trade Organization (WTO), member countries have been empowered to accept the providing of cross-border financial services, understood these such as pure banking and financial services, insurance services and intermediation and securities negotiation services, which is the topic that concerns us. With the creation of the "Pacific Alliance", the securities negotiation unification project called -Integrated Latin American Market- or "MILA" was presented, which already has eight years since its creation, and to this extent, with this monograph is intended determine, from the advisory activity in the stock market, the disparity of the countries that make it up and the need to make a normative homologation, raising confidence in the market.

TABLA DE CONTENIDO

<i>INTRODUCCIÓN Y JUSTIFICACIÓN</i>	6
<i>CAPÍTULO I. TENDENCIA A LA INTERNACIONALIZACIÓN</i>	8
1.1 Intercambio comercial	8
1.2 Derecho comercial como regulación de estas relaciones de intercambio	9
1.3 Tendencia a la internacionalización	10
<i>CAPÍTULO II. COMERCIO TRANSFRONTERIZO DE SERVICIOS FINANCIEROS</i>	13
2.1 Tratados de libre comercio	13
2.2 Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT)	14
2.3 Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (AGCS)	15
2.4 La Organización Mundial del Comercio (OMC)	17
2.5 Los procesos de integración	18
2.6 Integración económica regional	20
2.6.1 Alianza del Pacífico	22
2.6.2 El comercio de servicios en el marco de la Alianza del Pacífico	24
2.6.3 Memorando de cooperación MILA	26
2.7 ¿Por qué hablar de una integración bursátil?	28
<i>CAPÍTULO III. MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA)</i>	31
3.1 Introducción al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)	33
3.2 ¿Qué es el MILA?	37
3.2.1 Sistema de cotización de valores extranjeros	37
3.2.2 Integración de bolsas	41
3.3 Funcionamiento del MILA: entendiendo el procedimiento a seguir dentro del sistema	42
3.3.1 Sistema de negociación	42
3.3.2 Sistema de compensación y liquidación	43
3.3.3 Sistema cambiario	44
3.3.4 Tributación en el MILA	47
3.3.5 Manejo de información relevante en el mercado	48
<i>CAPÍTULO IV. LA INTERMEDIACIÓN COMO ASPECTO FUNDAMENTAL EN EL DESARROLLO DEL MILA</i>	50
4.1. Actividad de asesoría de los intermediados en el mercado de valores en el MILA	53
4.2.1 Colombia	56

4.2.2. Chile	58
4.2.3 Perú	61
4.2.3 México	62
CONCLUSIONES	66
APÉNDICE	69
Importancia de la regulación de esta actividad:	86
BIBLIOGRAFÍA	95
ANEXOS	103

INTRODUCCIÓN Y JUSTIFICACIÓN

En la actualidad, la economía global plantea como principal objetivo la integración de los mercados, por lo que se espera que las relaciones de intercambio dejen de tener límites geográficos: los mercados locales ven la necesidad de abrir sus fronteras, siendo el fenómeno de la globalización el principal protagonista en las diferentes dinámicas económicas contemporáneas.

El mercado de capitales, desarrollado entre otros a través de las bolsas de valores, no se escapa de esta tendencia mundial, un ejemplo de ello son los diferentes mecanismos existentes de negociación transfronteriza de valores. Aunque la apertura internacional de estos mercados ha implicado su crecimiento y posicionamiento a escala global, se considera que las plazas bursátiles latinoamericanas deben asumir una posición estratégica frente a este imparable fenómeno: la integración financiera regional.

De acuerdo con lo anterior, en el presente trabajo se estudiará el modelo MILA, pues este es un mecanismo que permite la prestación transfronteriza de servicios financieros, específicamente de intermediación en valores, y a su vez, constituye el primer gran paso en la integración regional de las bolsas de valores de Latinoamérica. Para desarrollar este objetivo expuesto de manera breve, esta investigación se dividirá en cuatro capítulos.

En el primer capítulo se hará una breve referencia a cómo el intercambio comercial ha ido evolucionando, pasando de un ámbito meramente local a uno transfronterizo, circunstancia ante la cual ha sido necesario armonizar las diferentes legislaciones buscando llegar a acuerdos comunes que faciliten la inevitable internacionalización del comercio. En el segundo capítulo, se aterriza este concepto de la internacionalización al comercio

transfronterizo de servicios dentro del marco regulatorio de la Organización Mundial del Comercio -OMC-. Expuesto esto, en el tercer capítulo se estudiará el MILA desde una perspectiva doble: como un mecanismo de negociación transfronterizo de valores y como una gran iniciativa para la integración financiera regional, lo que, sin ir más lejos, se considera como el futuro de las plazas bursátiles de Latinoamérica.

Después de estudiar qué es el MILA y cómo funciona, en el último capítulo se hará un breve análisis de las diferentes regulaciones de los países miembros de este acuerdo respecto de la actividad de asesoría en el mercado de valores, con el fin de exponer el estado actual de las mismas en esta materia.

CAPÍTULO I. TENDENCIA A LA INTERNACIONALIZACIÓN

1.1 Intercambio comercial

En la antigüedad, el individuo destinaba su capacidad productiva para satisfacer sus necesidades primarias, las cuales eran indispensables para su supervivencia, pero durante su evolución abandonó esa condición primitiva para integrarse a una comunidad, en donde empieza a reconocer a los demás sujetos como fuente para obtener diferentes bienes y servicios que él mismo no podía producir. Al momento de integrarse a esa forma comunitaria, y formar parte de un grupo social, logró reconocer su capacidad productiva, la cual le permitía obtener bienes y servicios, muchas veces de forma excesiva. Esto lo llevó a compartir dicho exceso de producción con los demás sujetos que integraban el grupo social, quienes, a su vez, producían otro tipo de bienes o servicios en exceso, generándose un intercambio comercial, en búsqueda de satisfacer las necesidades básicas de los individuos y sus comunidades.

Es así como nace una división del trabajo, la cual corresponde a una repartición ingeniosa de esfuerzos, de manera que, atendiendo a las necesidades de cada individuo que integraba la comunidad, se lograba alcanzar un estado de satisfacción mayor. Por lo tanto, el hombre se organiza socialmente, instaurando una producción de bienes y servicios que responde a las condiciones y forma de vida que lleva, la cual cada vez supone un mayor número de requerimientos individuales y sociales que lo invitan a incrementar su consumo (Rodríguez Azuero, 2009).

Ahora bien, este proceso de intercambio de bienes se encontraba limitado al grupo social y delimitación geográfica en la cual se encontraba el individuo, puesto que solamente tenía acceso a los bienes y servicios ofertados por su comunidad, al igual que únicamente su exceso lo podía ofrecer a los demandados por la misma. A partir de esto surge una figura denominada “intermediario”, el cual es un tercero que se interpone entre los productores y consumidores, para administrar, manejar y estimular ese intercambio de bienes y servicios, como una actividad profesional a la cual se dedica. Por consiguiente, nace la definición de este comerciante, por la naturaleza de los actos que realiza y las consecuencias propias de su actividad lo que, en primer término, constituye la materia de estudio del denominado Derecho Comercial (De La Torre & Márquez, 2013).

En esta materia se agregan, por extensión, el estudio y regulación de los actos efectuados por los comerciantes, así como las relaciones que nacen por parte de los particulares con estos mismos sujetos, lo cual bajo nuestra regulación cuenta con unas normas propias y especiales para esta rama del derecho. Igualmente, el derecho mercantil obedece a las nuevas perspectivas del individuo, las cuales se caracterizan por ser móviles y dinámicas, requiriendo de unos principios particulares que se acomoden rápidamente a estas circunstancias (Rodríguez Azuero, 2009).

1.2 Derecho comercial como regulación de estas relaciones de intercambio

El proceso formativo del Derecho Comercial resulta ser empírico. Entonces, su formación, desarrollo y constante evolución, ha sido la herramienta indispensable para que esta disciplina jurídica se modernice constantemente. Si bien es cierto que esta cesó de ser la

forma ordinaria de revelación del derecho cuando aparecieron las primeras leyes, no es menos cierto que hoy continúa remozando las instituciones jurídicas que se heredaron, dotándolas de adaptabilidad y actualidad en el tráfico jurídico y mercantil (Valencia & Ortiz, 2016).

Resulta ser un hecho contundente que, ante los efectos de la globalización de los mercados, las zonas de aplicación e intervención de la norma deben ampliarse, regulando los nuevos formatos de negocios atípicos que se introducen al ordenamiento jurídico colombiano. Pese a esto, y a la necesidad de una constante actualización normativa, el proceso formativo de la costumbre no se va a detener, pues se tenderá a una mayor influencia de la misma, ante un derecho cada vez más deslegalizado (Espinel Benítez, 2015).

1.3 Tendencia a la internacionalización

El derecho no ha sido ajeno a la referida globalización, debido a que continúa actualizando su contenido, en procura de adaptarse a este fenómeno global. Por su parte, el derecho nacional o local se encuentra cada vez más debilitado ante un opositor mucho más fuerte, denominado Derecho Internacional o Transnacional; el cual ha permitido el surgimiento de Organismos Internacionales, Organizaciones no gubernamentales, Organismos Multilaterales, así como diversos grupos de interés, creando nuevas políticas públicas y financieras que sobrepasan los criterios de un Estado tradicional.

Es así como, la sociedad moderna y globalizada ya no se rige por un único ordenamiento jurídico sino por una pluralidad de ellos, convergiendo e interactuando ordenamientos

locales, nacionales y transnacionales. Por ende, la formación de grandes bloques económicos ha exigido la creación de un derecho integrado, en donde cada país cede parte de su soberanía, en pro de adecuar su economía y política nacional a un escenario transnacional armónico, adoptando decisiones beneficiosas a nivel colectivo y local. (Ravassa Moreno, 2002).

Es así como se ha considerado que, el primer paso para que sea posible este intercambio comercial más allá de las fronteras geográficas, consiste en adaptar un Derecho Mercantil Internacional, el cual contribuya a la creación de parámetros internacionales para el tratamiento favorable de la inversión y reexportación del capital (Ministerio de Relaciones Exteriores, 1996).

Como se ha venido mencionando, el doctor Rodríguez Azuero, en su obra titulada “Contratos Bancarios”, define la internacionalización del Derecho Comercial como una ruptura entre los límites comarcales y nacionales, la cual obliga a los Estados a sobrepasar esas barreras legales existentes. En principio, el intercambio comercial internacional se produjo por medio de acuerdos entre particulares más allá de las fronteras, evolucionando más tarde, en convenios internacionales propiciados por los Estados, buscando diseñar normas y establecer reglas de conducta cada vez más universales, que permitieran el desarrollo del tráfico mercantil dentro de unas condiciones de mayor seguridad y certeza entre las partes (Rodríguez Azuero, 2009).

Menciona (Rodríguez Azuero, 2009) que dicha internacionalización ha contribuido con la creación de diferentes organizaciones que, en temas de supervisión, reconoce la influencia de las recomendaciones del denominado Comité de Basilea, que al día de hoy se traduce en una especie de “*lex regulatoria*”, la cual ha determinado un conjunto de disposiciones

generales en esta materia. Igualmente, a manera de ejemplo, encontramos a Uncitral (United Nations Commission on International Trade Law), con un propósito unificador a escala global, y Unidroit (Principios Generales de Contratación Internacional), instituto dedicado exclusivamente a la unificación del derecho privado; los cuales han puesto en consideración de la comunidad internacional, proyectos de convenciones y leyes modelo cuya adopción progresiva constituye un evidente aporte a la regulación uniforme, así como la armonización de la legislación que existe en los diferentes Estados.

Ahora bien, el doctor Néstor Humberto Martínez, en su libro “Catedra de Derecho Bancario Colombiano” aterriza un poco esta internacionalización del Derecho Mercantil al sistema financiero, mencionando que, tanto la integración de las economías como la globalización, se encuentran dentro de los fenómenos más importantes que se han presentado en la economía mundial contemporánea; puesto que el libre cambio de bienes y servicios ha permitido la apertura de los mercados cambiarios domésticos, facilitando la consolidación de un sistema de pagos internacionales que permite, adicionalmente, una financiación fluida del comercio mundial (Martínez Neira, 2000).

Resulta entonces que las entidades financieras, como actores en este sistema, funcionan de una forma global a través de instrumentos y operaciones que van dirigidas a personas de distinta nacionalidad, lo cual implica el establecimiento de relaciones con las autoridades e instituciones financieras de diferentes Estados. A partir de esto, surge la necesidad de afianzar dicha integración a través de instrumentos dispuestos en “Acuerdos multilaterales y bilaterales” de comercio.

CAPÍTULO II. COMERCIO TRANSFRONTERIZO DE SERVICIOS FINANCIEROS

El presente Capítulo desarrolla de manera específica cómo se desarrolló el tema del comercio transfronterizo de servicios financieros, desarrollando diferentes procesos de integración económica tales como los tratados de libre comercio, y diferentes documentos de integración regional en los cuales Colombia se encuentra inmersa, para desarrollar finalmente el tema de la integración bursátil.

La monografía desarrolla el presente contenido para integrar al lector dentro de los diferentes desarrollos del tema bursátil, concluyendo cómo los diferentes procesos de integración terminan redundando en el Derecho Financiero y especialmente en el mercado de capitales.

2.1 Tratados de libre comercio

El Derecho Mercantil Internacional ha propiciado la celebración de los denominados Tratados de Libre Comercio, como acuerdos bilaterales o multilaterales entre las Naciones, con el fin de conformar bloques económicos y políticos donde se encuentren reguladas las relaciones entre los sujetos que lo componen (Beltrán More, 2016). Esto explica por qué La Convención de Viena en su artículo 2.1 numeral a), y la Corte Internacional de Justicia ha establecido que, en la práctica, todo convenio, comunicado, pacto, protocolo, memorándum, concordato, entre otros, se englobarán bajo la categoría común o genérica de “tratados”¹.

¹ La regulación de los tratados se encuentra en la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados, del 23 de mayo de 1969, que entró en vigor el 27 de enero de 1980, y fue aprobada por el Congreso mediante la Ley 32 de 1985 de enero 29, cuya ratificación se depositó el 10 de abril de 1985, rigiendo en Colombia desde el 10 de mayo de 1985.

En la actualidad la colaboración con base en los tratados bilaterales ha ido sustituyéndose por los tratados multilaterales y la creación de Organizaciones Internacionales que sirven como mecanismos institucionales de cooperación permanente, destinados a alcanzar unos objetivos colectivos. Por su parte, una parte de la doctrina ha definido a las Organizaciones Internacionales como:

“[...] asociaciones voluntarias de Estados establecidas por acuerdo internacional, dotadas de órganos permanentes, propios e independientes, encargados de gestionar unos intereses colectivos y capaces de expresar una voluntad jurídicamente distinta de la de sus miembros”
(Sobrino Heredia, 1997).

Para efectos de la presente investigación, queremos resaltar a la Organización Mundial del Comercio (OMC), la cual tiene su antecedente más remoto en la Carta del Atlántico, firmada en la Segunda Guerra Mundial por el Presidente de los Estados Unidos F.D. Roosevelt y el Primer Ministro Británico Winston Churchill. En ella se habla de facilitar el acceso al comercio y a las materias primas del mundo a todos los países, lo cual se expondrá más adelante cuando hablemos de la Alianza del Pacífico.

2.2 Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT)

El Acuerdo General sobre Tarifas Aduaneras y Comercio (GATT), suscrito el 30 de octubre de 1947, fomentó la creación de normas de comercio internacional para promocionar el libre cambio y la liberalización de la economía, facilitando la realización de la Ronda de

negociaciones internacionales. Nace de las cenizas de la segunda guerra mundial, así como el Fondo Monetario Internacional, lo que hoy conocemos como Banco Mundial.

La comunidad internacional buscaba un comienzo nuevo, por lo cual el GATT fue visto como la puerta de entrada a esa cooperación internacional. (Organización Mundial del Comercio, s.f.)

2.3 Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (AGCS)

El Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (AGCS), entró en vigor en enero de 1995 como resultado de las negociaciones auspiciadas por el GATT, en lo que se denominó como la Ronda de Uruguay (1985-1994). Esta misma fue inaugurada por la Declaración de Punta del Este de 1985, sustituyendo al mismo GATT y creando la OMC mediante el Acuerdo de Marrakech del 15 de abril de 1994, con el objetivo de extender el sistema multilateral de comercio a los servicios y lograr una liberalización progresivamente más elevada, según se estableció en el artículo XIX del AGCS: *“los miembros de la OMC se han comprometido a entablar nuevas rondas de negociaciones sobre los servicios”*. (García, Corzo, & Rueda, 2005)

La contribución del AGCS al comercio mundial de servicios se sustenta en dos pilares principales: i) asegurar el aumento de la transparencia y previsibilidad de las normas y reglamentos pertinentes y, ii) promover la liberalización progresiva a través de rondas sucesivas de negociaciones. En el marco del Acuerdo, este último concepto equivale a mejorar el acceso a los mercados y extender el trato nacional a los servicios y proveedores

de servicios extranjeros en un número creciente de sectores (Asociación Latinoamericana de Integración, 2008).

Ahora bien, de conformidad con el párrafo 2 del artículo I del AGCS, se pueden encontrar cuatro modos de suministro de servicios, consistentes en:

- a) Del territorio de un Miembro al territorio de cualquier otro Miembro (modo 1- Comercio transfronterizo);
- b) En el territorio de un Miembro a un consumidor de servicios de cualquier otro Miembro (modo 2- Consumo en el extranjero);
- c) Por un proveedor de servicios de un Miembro mediante la presencia comercial en el territorio de cualquier otro Miembro (modo 3- Presencia comercial); y
- d) Por un proveedor de servicios de un Miembro mediante la presencia de personas físicas de un Miembro en el territorio de cualquier otro Miembro (Modo 4- Presencia de personas físicas).

Cabe resaltar que estos modos de suministro de servicios no son excluyentes entre sí, es decir, que en varias situaciones será necesaria la convergencia entre ellos para la prestación adecuada de un servicio. No obstante lo anterior, para efectos de la presente investigación nos detendremos de manera especial en el denominado “Primer Modo” (comercio

transfronterizo), toda vez que es el que más se ajusta al modelo precitado por el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Para estos efectos, es clave tener en cuenta unos principios fundamentales que se encuentran contemplados en los artículos II (nación más favorecida)², XVI (acceso al mercado)³ y el artículo XVII (trato nacional)⁴.

2.4 La Organización Mundial del Comercio (OMC)

La Organización Mundial del Comercio (OMC) surge mediante el Acuerdo de Marrakech el día 15 de abril de 1994, entrando en vigor desde el 1 de enero de 1995. Esto significó la mayor reforma del comercio internacional desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Mientras que el GATT se había ocupado principalmente del comercio de mercancías, la OMC y sus Acuerdos abarcan, además, el comercio de servicios y la propiedad intelectual. Éste organismo tiene como principales objetivos promover la libertad de los intercambios internacionales, al igual que coordina las políticas económicas mundiales junto con el Fondo

² Los países Miembros no pueden establecer discriminaciones respecto a ninguno de sus diversos interlocutores comerciales, así pues, de concederse a un país una ventaja especial, se tiene que hacer lo mismo con todos los demás miembros. Dicho principio tiene una gran relevancia, estando consagrado en el primer artículo del GATT, así como en el artículo segundo del AGCS (Organización Mundial del Comercio, s.f.).

³ “i) limitaciones en el número de proveedores de servicio; ii) las limitaciones en el valor de las transacciones y los activos de servicio; iii) las limitaciones en el número de operaciones de servicio o en la cantidad total de producto del servicio; iv) las limitaciones en el número de personas naturales que pueden estar empleadas; v) las limitaciones en el tipo de entidad legal a través de la que se proporciona el servicio; y vi) las limitaciones en el tamaño permisible de la participación de capital extranjero (ya sea en acciones o en el total inversión)”.

⁴ El trato nacional consiste en no discriminar los bienes y servicios importados de otro país, es decir, abstenerse de conceder un trato menos favorable que el acordado para servicios domésticos similares, así como a los proveedores de esos servicios (Cornford, 2004). Este principio figura en los tres principales acuerdos de la OMC: i) Artículo 3 del GATT, ii) artículo 17 del AGCS y, iii) artículo 3 del Acuerdo sobre ADPIC.

Monetario Internacional (FMI)⁵ y el Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (BIRD)⁶ (Ravassa Moreno, 2002).

En el artículo III del Acuerdo se encuentran las funciones de la OMC (ver Apéndice, Acuerdo de Marrakech).

2.5 Los procesos de integración

Los procesos de integración posteriores al siglo XX se vincularon estrechamente con la economía, gracias a las influencias y propuestas planteadas en el GATT. Las diferentes estructuras jurídicas y económicas diferenciaban los niveles de integración de acuerdo con las características de los compromisos económicos y sociales adquiridos por los países parte, junto con la intensidad de la misma. El autor (Garré Copello, 1991), indica dentro de su obra que, el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio, condujo a la doctrina a clasificar los procesos de integración de acuerdo con el supuesto que existían diferentes escalones que implicaban, cada uno de ellos, un nivel mayor de cohesión.

Es así como existen los siguientes modelos, algunos de los cuales no son del todo aplicables a la prestación transfronteriza de servicios, al estar más enfocados en la comercialización de

⁵ Íntimamente ligado con la OMC, creado en la Conferencia Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas, celebrada en Bretton Woods en el mes de julio de 1944, entrando en vigencia el 27 de diciembre de 1945. A través del Fondo cada país tiene unos derechos especiales de giro (una especie de dinero bancario creado por anotación en cuenta a favor de cada país miembro, que incluso genera intereses. Sobre dicha cuenta pueden disponer los países participantes del Fondo en caso de necesidad y en ella respaldan su sistema monetario.

⁶ Tiene el mismo origen que el FMI e inició sus actividades en 1946. Su fin es la reconstrucción y desarrollo o fomento de los territorios de los Estados miembros, la promoción de las inversiones privadas de capital, el crecimiento equilibrado del comercio internacional, los préstamos a Estados, empresas públicas y privadas, estudios de situación económica y financiera con prestación de ayuda técnica en estas materias.

bienes tangibles: i) Zona de preferencia arancelaria⁷, ii) Zona de libre comercio⁸, iii) Unión aduanera⁹, iv) Mercado común, v) La unión económica o integración económica completa¹⁰, vi) Unión política¹¹.

De estos diferentes niveles de integración y para efectos del presente trabajo, se quiere resaltar aquel que se relaciona más con el modelo propuesto por el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): el mercado común, en el que además de suprimirse las barreras para fomentar la libre circulación de productos, mercancías y servicios, se promueve la libre circulación de capitales y trabajo. Así pues, bajo este nivel de integración las personas naturales y jurídicas, así como los capitales, pueden circular y establecerse libremente en cualquiera de los países que lo conforman. (Arbuet Vignali, 2004).

⁷ Consiste en el nivel mínimo de un proceso de integración, en donde a partir de unas negociaciones concretas, se acuerda la desgravación de aquellas mercaderías (bienes tangibles) que han sido expresamente indicadas previamente y que se benefician al permitirse su libre circulación por la zona. Estos acuerdos no trascienden de la mera cooperación, por lo cual no debería hablarse de un caso de integración ya que únicamente se limita a otorgar beneficios arancelarios (Arbuet Vignali, 2004).

⁸ Consiste en la creación de un espacio formado por el territorio de los países miembros, dentro del cual están suprimidos los obstáculos de cualquier naturaleza que se opongan, impidan u obstaculicen la libre circulación de bienes y servicios. Igualmente, implica la prohibición de crear nuevas restricciones, así como de buscar el consenso entre todos los miembros acerca de las reglas aplicables a la libre circulación (Dromi, Ekmekdjian, & Rivera, 1995).

⁹ Consistente en el establecimiento de un arancel común para las importaciones de fuera de la Unión. (Ravassa Moreno, 2002). El Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio describe a la unión aduanera conforme con los criterios antes mencionados (ver Apéndice, Definición Unión Aduanera conforme con la GATT).

¹⁰ La Comunidad Económica amplía sus objetivos a los aspectos sociales y la redistribución de la riqueza, teniendo como objetivo el incremento del nivel de vida de los ciudadanos, a través de diferentes medidas, dentro de las cuales se encuentra el aumento de las posibilidades de empleo. Por medio de la integración económica completa, se logra plenamente la libre circulación de mercancías, personas, trabajo, capital, servicios y el derecho al libre establecimiento, dando como resultado un espacio sin fronteras (Dromi, Ekmekdjian, & Rivera, 1995).

¹¹ Es en este escalón en el que comienza el proceso de integración jurídica, por lo que se hace necesario realizar ajustes claves en el ordenamiento jurídico de todos los países parte, cambiando conceptos tan simples como el de domicilio, residencia, extranjería, nacionalidad, entre otros. De igual manera, se produce una delegación de las prerrogativas públicas a favor de la integración, por lo que las tendencias nacionalistas se verán desplazadas en las Constituciones Políticas de los Estados parte (Ravassa Moreno, 2002). Ahora bien, respecto a este aspecto la postura colombiana es abierta, tal y como se expone en (ver Apéndice, Constitución Política 1991, artículo 227).

Así las cosas, nos referiremos a una integración económica regional (como proceso de integración) en una modalidad de comercio transfronterizo (como modo de suministro de servicios).

2.6 Integración económica regional

En América Latina fue hasta la década de 1960 en que los primeros acuerdos de integración empezaron a surgir, tales como la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio, el Mercado Común Centroamericano y la Comunidad Andina; No obstante, estos procesos de integración fueron poco exitosos debido, principalmente, al elevado proteccionismo propiciado por la política de industrialización por sustitución de importaciones y el clima negativo que existía para la inversión extranjera durante dichas décadas (Martínez Castillo, 2015).

Por su parte, en la década de 1980 ocurrieron dos eventos que impactaron directamente la estrategia de integración regional. El primero de ellos fue la firma del Acta Única Europea, que permitía la libre circulación de bienes, servicios, capital y personas, buscando profundizar la integración europea, y creando un debate acerca de los efectos de la integración económica en el crecimiento de las economías nacionales y su papel para la promoción de la productividad y la competitividad. El segundo evento fue la crisis de la deuda externa latinoamericana que puso en evidencia el agotamiento de la industrialización por sustitución de importaciones. (Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 1994).

Los países miembros tuvieron que responder con programas de ajuste macroeconómico que incluyeran la liberalización del comercio internacional y la reducción de la intervención del Estado para dar un mayor papel al mercado en la asignación de los recursos productivos..

Pero es ahora cuando nos preguntamos: ¿qué debe ser entendido como integración regional? El término integración regional puede ser definido de varias formas. El término se ha utilizado para definir tanto una condición final (el fin), así como el proceso para llegar a esa condición final (el medio). Cuando se destaca la parte procedimental del fenómeno (el medio), se considera que la integración regional es el proceso mediante el cual unos países deciden cooperar entre sí para alcanzar objetivos comunes, los cuales dan como resultado un mayor acercamiento entre ellos, manifestándose esta cooperación en diversos campos como lo son el político, el económico, o incluso el ambiental.

De acuerdo con (Dromi, Ekmekdjian, & Rivera, 1995) en su obra denominada “Derecho comunitario, Régimen del Mercosur”, la integración desde el punto de vista de la condición final corresponde a dónde debe llevar el proceso, es decir, a esa lucha común a favor del desarrollo de este renovado modelo de cooperación entre Estados, en la búsqueda de compartir esfuerzos y frutos para una prosperidad y desarrollo sostenido.

Ahora bien, cuando el papel protagónico radica en la economía, surge el regionalismo del siglo XXI, en donde el desarrollo de las tecnologías de la información y de la comunicación permitieron fragmentar el proceso de producción, para llevarlo a cabo en diferentes países;

lo cual dio origen a las redes de producción internacionales y al comercio de Cadenas Globales de Valor (CGV) (Valderrama Pulido, 2014).

Esas Cadenas Globales de Valor exigían que los países fueran más allá de una simple reducción de aranceles, debido a que las empresas multinacionales requerían de un marco regulatorio adecuado que protegiera la inversión extranjera, los derechos de propiedad y, en general, facilitara hacer negocios. Fue así como, los países en desarrollo o economías emergentes fueron los más interesados en atraer esas empresas extranjeras, por lo cual se mostraron dispuestos a suscribir acuerdos de integración profunda para regular estos temas, lo cual dio origen al regionalismo del siglo XXI (Baldwin, 2011).

La apertura económica se implementó en Colombia en la década de 1990, en un contexto ampliamente favorable para la integración económica regional y multilateral. Dada la influencia de las recomendaciones del Consenso de Washington en la promoción de políticas que fomentaran la liberalización unilateral del comercio, y la suscripción de acuerdos comerciales entre los países de la región como Mercosur, hicieron pensar en la necesidad de dar un paso más a una nueva estrategia de inserción internacional en la región de cara a la globalización (Hernández & Muñoz, 2015).

2.6.1 Alianza del Pacífico

Desde los años 80 el gobierno colombiano ha incrementado sus esfuerzos con miras a robustecer las relaciones diplomáticas, políticas y de cooperación económica con los países de la órbita del Pacífico. La administración del expresidente Virgilio Barco fue pionera en

este proceso de inserción de Colombia en la región, abriendo nuevos espacios para el contacto con varios países de la Cuenca del Pacífico. Posteriormente, durante la presidencia de César Gaviria se formalizó el ingreso de nuestro país en dos de los foros regionales más importantes, como son el Consejo de Cooperación Económica del Pacífico (PBEC) y el Foro de Cooperación Económica del Asia Pacífico (APEC) (Ministerio de Relaciones Exteriores, s.f.).

A partir de esto, surge la Alianza del Pacífico, creada el 28 de abril de 2011 con la Declaración de Lima, y se formalizó el 6 de junio de 2012, en Chile, con la suscripción por parte de los presidentes de Colombia¹², Chile¹³, México¹⁴ y Perú¹⁵ del Acuerdo Marco de la Alianza del Pacífico, en donde convinieron en crear un área de integración profunda para alentar el desarrollo económico y social, atraer inversiones, obtener competitividad y proyectarse hacia la región Asia-Pacífico. En el Acuerdo Marco¹⁶ los países se comprometieron a utilizar la integración regional como instrumento para el desarrollo económico y social que contribuyera con la resolución de los problemas que eran generados por el fenómeno de la pobreza, la exclusión y la desigualdad social (Tapia Ladino, 2017).

De modo que la Alianza del Pacífico nace con el compromiso de crear un espacio comercial preferencial, incentivando la competitividad de las empresas locales y llegando cada vez más a ese regionalismo abierto. Más importante aún, la Alianza del Pacífico pretende impulsar

¹² Juan Manuel Santos

¹³ Sebastián Piñera Echenique

¹⁴ Felipe Calderón Hinojosa

¹⁵ Ollanta Humala Tasso

¹⁶ En el artículo 3 del Acuerdo Marco se establecieron tres objetivos primordiales, junto con ciertos compromisos para alcanzar tal fin (ver Apéndice, Objetivos del Acuerdo Marco Alianza del Pacífico).

una integración profunda, la cual vaya más allá de otorgar preferencias arancelarias, mediante la incorporación de normas de la OMC, con el fin de crear un marco regulatorio adecuado para las CGV.

2.6.2 El comercio de servicios en el marco de la Alianza del Pacífico

En el caso de comercio de servicios, especialmente financieros, las preferencias arancelarias no son la materia relevante, ya que al ser intangibles no se encuentran afectos a aranceles aduaneros al importarse o exportarse. Entonces, las materias a tener en cuenta en estos acuerdos son las relevantes para el comercio de intangibles, correspondiente a las reglas que garantizan el trato nacional en los sectores donde se asumen compromisos y procuran consolidar la regulación discriminatoria a fin de no hacerla más gravosa en un futuro (Observatorio Estratégico de la Alianza del Pacífico, 2018).

La Alianza del Pacífico, en la Cumbre de Cartagena de febrero de 2014, logró firmar un Protocolo Adicional al Acuerdo Marco para la integración profunda y comprensiva entre sus países miembros. De acuerdo con el mismo “[...] *constituye el instrumento central para la liberalización de bienes, servicios e inversiones* [...]”

Se destacan los Capítulos IX sobre Comercio Transfronterizo de Servicios, Capítulo X, relativo a las Inversiones del Protocolo Adicional de la Alianza del Pacífico, aplicables a los servicios comercializados entre los diferentes países miembros, y especialmente el XI, correspondiente a la Prestación de Servicios Financieros. Estos capítulos indican que los países miembros del Acuerdo tendrán plena libertad para prestar servicios transfronterizos,

incluidos los servicios financieros, hacia otro país miembro, salvo que exista una restricción que el país haya incluido en su lista de medidas disconformes. En ese sentido, el Protocolo regula el comercio de servicios entre los países de la Alianza, permitiendo únicamente que los países apliquen medidas discriminatorias, cuando éstas hayan sido incorporadas en el listado de medidas disconformes, consolidando de esta manera la regulación aplicable a los proveedores de servicios de otros países miembros. (Alianza del Pacífico, 2018)

A manera de ejemplo, destacamos el Anexo de servicios colombiano, en el cual se establecen unas medidas que restringen la prestación de servicios financieros por parte de los demás miembros del Acuerdo: para las inversiones de portafolio en valores colombianos, de acuerdo con el listado:

“Los inversionistas extranjeros podrán hacer inversiones de portafolio en valores en Colombia solamente a través de un Administrador. Solamente podrán ser Administradores las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión, sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia” (Alianza del Pacífico, 2018).

En ese sentido, encontramos que Colombia se reserva la facultad de poder exigir el cumplimiento de su normatividad local, aludiendo a que únicamente se podrán realizar actividades de intermediación y, en el caso específico, compraventa de valores, cuando quien la regulación ha denominado “Administrador” goce de una calidad específica y se encuentra

sometido a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia; de conformidad con el artículo 2.17.2.3.3.1 del Decreto 1068 de 2015.¹⁷.

La libertad de prestación de servicios constituye uno de los ejes centrales de la Alianza, por lo que, la supresión de las restricciones al acceso a la libre prestación de servicios debe ser conforme a una eliminación de toda discriminación de trato del prestador con respecto al nacional (George, 2014). En ese sentido, y de acuerdo con la iniciativa de las bolsas de valores de los países miembros de la Alianza, surge lo denominado como Mercado Integrado Latinoamericano; el MILA es un ejemplo de los frutos de las diferentes empresas privadas (bolsas de valores) surgidos dentro de un proceso integrador, el cual busca agrupar las bolsas de valores para la prestación de servicios financieros transfronterizos, ampliar las fuentes de financiamiento para las empresas de la región y generar nuevas oportunidades de inversión.

2.6.3 Memorando de cooperación MILA

Las autoridades de la Alianza del Pacífico, respectivamente la Comisión para el Mercado Financiero, la Superintendencia Financiera de la República de Colombia, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de los Estados Unidos Mexicanos y la Superintendencia del Mercado de Valores de la República del Perú, suscribieron el Memorando de Cooperación MILA, en donde, de manera conjunta, apoyaron las iniciativas de integración bursátil impulsadas por las entidades privadas. En dicho memorando las autoridades financieras y

¹⁷ Decreto 1068 de 2015. Artículo 2.17.2.3.3.1. **Administrador.** *“Toda inversión de capital del exterior de portafolio se hará por medio de un administrador. Solamente podrán serlo las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión, sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia.”*

bursátiles adquirieron ciertos compromisos (ver Apéndice, Memorando de cooperación MILA).

Tras varios esfuerzos y trabajo conjunto, en el que participaron los gobiernos y actores de los mercados que integran la AP, el 30 de mayo de 2011 entró en operación el Mercado Integrado Latinoamericano. Por su parte en Colombia, el Gobierno Nacional en uso de sus facultades de intervención, expidió el Decreto 4087 de 2011:

“Capítulo I. Del listado de valores extranjeros en los Sistemas de Cotización de Valores del Extranjero por medio de las sociedades comisionistas de bolsa” [...] Capítulo II. Del listado de Valores de Renta Variable en los Sistemas de Cotización de Valores del Extranjero mediante Acuerdo o Convenios de integración de Bolsas de Valores”¹⁸.

Igualmente, la Superintendencia Financiera expidió la Circular Externa 001 de 2011, en la cual imparte instrucciones para el funcionamiento del listado de valores extranjeros en los Sistemas de Cotización de Valores del Extranjero mediante Acuerdo o Convenios de Integración de Bolsas de Valores. En el Capítulo Octavo de la misma se estipula que:

“Las operaciones que se celebren con valores extranjeros en virtud de los convenios o acuerdos de integración de mercados con una o más bolsas extranjeras, se consideran, para las sociedades comisionistas de bolsa de valores colombianas, una actividad de intermediación de valores en los términos previstos en el numeral 2 del artículo 7.1.1.1.1 y el numeral 3 del artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010”.

¹⁸ Decreto 4087 de 2011. Recuperado de: <http://mercadomila.com/wp-content/uploads/2018/04/MHCP-Decreto-4087-de-2010-Mercado-Integrado.pdf>

Una vez expuestos los esfuerzos adelantados por los países que conforman la Alianza del Pacífico, con el propósito de llegar a un consenso que logre construir las bases políticas sin las cuales no se pueden desarrollar un sistema económico unificado, surge la cuestión de: ¿por qué hablar de una integración bursátil?

2.7 ¿Por qué hablar de una integración bursátil?

En principio, hemos analizado los cambios fundamentales en la forma en que las naciones interactúan actualmente dentro de un escenario económico mundial, y es pertinente mencionar que el sistema financiero no escapa a dicha tendencia. La profundización de las interacciones económicas internacionales es, en efecto, una fuente de grandes oportunidades de crecimiento y prosperidad para un mundo cada vez más globalizado (Instituto para la Integración de América Latina - Junta del Acuerdo de Cartagena, 1995). Esta integración busca fomentar la creación de un sistema financiero sano, el cual impulse la inversión productiva y, por consiguiente, el crecimiento económico. Cuando la movilización de recursos por parte de los intermediarios financieros es eficiente ayuda directamente a la reducción de los costos operacionales, así como amplía las opciones de ahorro e inversión, tanto para los oferentes como para los demandantes de liquidez.

Asimismo, la apertura al capital externo, así como el surgimiento de mercados financieros multinacionales, ha contribuido con la diversificación de los instrumentos financieros y mecanismos de intermediación que, apoyados en los procesos de modernización tecnológica, atrajeron importantes flujos de capitales de corto, mediano y largo plazo. Ejemplo de esto ocurrió en los años noventa, en el cual el flujo de inversión extranjera directa hacia América

Latina registró un crecimiento sin precedentes, pasando de 9.200 millones de dólares a cerca de 86.000 millones de dólares . Paralelamente, el surgimiento y consolidación de una amplia gama de intermediarios financieros, como son las sociedades de inversión, fondos administradores de pensiones, compañías de seguros, administradores de fondos mutuos, así como el fortalecimiento y expansión de los mercados de capitales y de productos financieros derivados, ha permitido el incremento del nivel de intermediación financiera (Behar, Giacalone, & Mellado, 2001).

Estos movimientos surgieron como respuesta a las dificultades que enfrentaban las entidades domésticas en un entorno más competitivo. En las últimas décadas, los mercados financieros han adoptado una lógica orientada a la reestructuración de la orientación de la regulación y supervisión financiera. En consecuencia, dentro de este contexto de cambio es necesario que, en América Latina, el crecimiento y la transformación del sistema financiero vayan acompañados de una modernización de los marcos regulatorios, hacia un contexto mucho más globalizado (Schamann Elvira, 2008).

El mapa bursátil se ha ido rediseñando en los últimos años, reflejando los efectos de la globalización, así como las posibilidades que brindan los diferentes avances tecnológicos y de las comunicaciones. Al hacer parte del sistema financiero, el mercado de valores siempre buscará aumentar el número de inversionistas, así como mayores oportunidades de inversión para éstos. En consecuencia, se obtiene un mercado con mayor liquidez y profundidad, en donde se favorece la creación de economías de escala para manejar los costos tecnológicos y de administración de riesgos que acompañan las iniciativas de integración operativa.

Las experiencias internacionales han demostrado que la integración es un paso importante para el mercado de valores colombiano, un ejemplo es la integración regional de los mercados de valores nórdicos y bálticos en OMX en el año 2003. La construcción de una única plataforma de transacciones, un libro de órdenes, un punto de acceso, reglas operativas unificadas y un sistema de liquidación y compensación unificado, aumentaron las posibilidades de financiar nuevos proyectos, de modernizar las herramientas tecnológicas, de crear economías de escala y de aumentar considerablemente la liquidez del mercado (Schamann Elvira, 2008).

Así las cosas, el mercado de valores funciona como un canalizador de recursos de inversión hacia un país, y ello ocurre en desarrollo de la actividad de intermediación en los mercados con arreglo a un marco normativo que exige a los intermediarios algunos deberes y obligaciones. Esta normatividad se desarrolla de manera detallada en los siguientes capítulos para explicar cómo puede entenderse que la falta de uniformidad en la misma refleja tanto el estancamiento de la integración en términos de crecimiento de los mercados, como la falta de profundización en la integración normativa requerida para llegar a un mercado de valores único.

CAPÍTULO III. MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA)

Dentro del contexto de la globalización, el primer paso es que las bolsas de valores han logrado tanto fusionarse con otras, como expandir sus límites geográficos. Así, son las bolsas de valores más grandes las que han logrado expandirse, consolidándose como grandes referentes a nivel internacional. Caso distinto es el de las latinas, pues se considera que, para estas últimas, no será suficiente la apertura hacia un mercado transfronterizo, ya que esta debe ejecutarse estratégicamente: a través de una integración regional, que les garantice alcanzar un tamaño competitivo a nivel global, que se traduzca en diversidad de productos ofrecidos, alto nivel de liquidez y costos eficientes (Federación Iberoamericana de Bolsas , 2015).

Según la investigación desarrollada en el marco de la FIAB: “*Estrategias y propuestas para desarrollar el mercado de acciones en las bolsas de valores de Iberoamérica*”, se ha considerado que la integración regional de los mercados financieros trae consigo diferentes beneficios que promueven el desarrollo y crecimiento de los mismos, resaltando como algunos de estos (Federación Iberoamericana de Bolsas , 2015):

- a) La estructuración de economías de escala que, a su vez, impulsaría la competitividad de los mercados de la región a nivel global.

- b) Una mayor profundización financiera, que aumenta los flujos de capital transfronterizo.

- c) La diversificación de alternativas de inversión, lo que puede representar un doble beneficio, pues: en primer lugar, se cautiva la atención de los inversionistas locales, concentrando la liquidez regional, para que esta no salga de los mercados parte y, en segundo lugar, se atrae inversionistas extranjeros, captando nuevos recursos.

Con relación a este punto, también se ha afirmado que al darle un buen manejo a esta diversificación del portafolio de inversión, también se puede alcanzar una mayor rentabilidad, así como una reducción del riesgo para los agentes del mercado.

- d) Al haber un mayor flujo de información y una mayor competencia, se puede dar una mejor formación de precios.

Se comparte la postura optimista que ha sostenido la FIAB respecto a la integración financiera regional, pues *“unidos podemos tener más impacto y alcanzar niveles de competitividad”* (Federación Iberoamericana de Bolsas , 2015). Con esto dicho, pasaremos a estudiar al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), el cual representa: un mecanismo de negociación transfronterizo de valores y, a su vez, lo que se puede considerar es el primer gran paso en la integración financiera regional, siendo la mayor aproximación que se ha hecho a la conformación de un mercado bursátil transfronterizo en Latinoamérica en el que se negocian valores indistintamente de su país de origen, dando una mayor visibilidad a nivel

global de las plazas bursátiles que lo componen (Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, 2001).

3.1 Introducción al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)

Siguiendo esta tendencia de integración¹⁹, en el año 2008 directivos de las bolsas de valores y de los depósitos centralizados de valores de Perú y Colombia se sentaron a estudiar la viabilidad de una posible integración entre sus bolsas, aprovechando la similitud en sus sistemas políticos y su semejante crecimiento económico. Para realizar el estudio de factibilidad de la integración, se conformaron cuatro equipos de trabajo, que buscaban atender cuatro puntos cardinales en estas tratativas: 1) legal, 2) operativo, 3) tecnológico y 4) comercial (Romero Tapia, 2014, pág. 17).

Mientras se desarrollaba este análisis previo, en el año 2009, Chile manifestó su interés por hacer parte de este proyecto, por lo que la latente integración ahora estaría conformada por:

- a) La Bolsa de Valore de Lima (BVL) y la Central de Valores y Liquidaciones (CAVALI)

- b) Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y el Depósito Centralizado de Valores (DECEVAL)

¹⁹ Se debe tener en cuenta que Euronext, fue una fusión entre bolsas, mientras que el MILA fue una integración de las bolsas, como se explicará más adelante.

c) Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y el Depósito Central de Valores (DCV)

Hacían parte fundamental de este proyecto no solo las bolsas de los países miembros, sino sus respectivos depósitos centralizados de valores, pues las primeras se encargaban de la parte transaccional (la negociación y ejecución de operaciones), y los segundos eran los responsables de la parte pos-transaccional, es decir la compensación y liquidación de dichas operaciones ejecutadas (Romero Tapia, 2014, pág. 22).

Luego de varios meses de estudio y negociaciones, el 8 de septiembre de 2009 se logró firmar un Acuerdo de Intención²⁰, el cual da inicio formal a las conversaciones para conformar el MILA y su estudio de viabilidad. En octubre del mismo año, con el fin que las partes asumieran las tareas que les fueron encargadas, se suscribe un Memorando de Entendimiento (MOU, por sus siglas en inglés), en donde se pactan normas de intercambio de información, cooperación entre las entidades de supervisión y coordinación de las mismas (Romero Tapia, 2014, pág. 25).

Al proyectar la viabilidad de esta integración, se estructura su implementación en dos fases: la primera sería ejecutada en su totalidad entre los años 2010 y 2011, teniendo como objetivos: el enrutamiento intermediado de los valores, la autorización para que los valores extranjeros se negociaran localmente, desarrollar el mercado de renta variable en el MILA (conformado por las acciones y ETF's) e incorporar el mercado secundario. Mientras que, en

²⁰ En este se define la estructura tentativa de la integración, la cual iba a girar sobre mercados de renta variable y, tal como se había definido en un principio, estaría a cargo de cada una de las bolsas participantes, quienes conservarían su plataforma de negociación, así como sus sistemas de inscripción y emisión de valores.

la segunda estarían por definirse los siguientes objetivos: permitir el acceso directo de los intermediarios (es decir, permitirles operar localmente), hacer un reconocimiento pleno como emisor local, permitir la participación en el MILA de mercados primarios de acciones, así como la realización de operaciones nuevas tales como los Repos, incorporar el mercado de renta fija y derivados al MILA, implementar reglas de negociación estandarizadas y, finalmente, estandarizar procesos eficientes de compensación y liquidación transfronterizos (Mercado Integrado Latinoamericano, s.f.).

Anotan los autores de ésta monografía que varios de los objetivos de la segunda etapa se encuentran aún pendientes de cumplirse, y las razones para que ello sea así aún son objeto de estudio por parte de diversos sectores. La falta de uniformidad de regulación y las diferencias fundamentales entre los diferentes ordenamientos jurídicos parecen ser un obstáculo de magnitud importante para el cumplimiento de dichos objetivos.

El 8 de junio de 2010, se firma el Acuerdo de Implementación²¹, bajo el cual se ejecutaría la primera fase del MILA y se continuaría con el estudio de viabilidad de la segunda. Para facilitar esta implementación, el 9 de noviembre del mismo año, las bolsas que conforman el MILA, firman Convenios de Integración sobre tres temas fundamentales en la negociación en mercados de renta variable: 1) la inscripción de valores, 2) la forma de enrutamiento de las órdenes y, 3) el suministro de información en el mercado. En esta misma fecha, los tres

²¹ Para lograr la implementación de la primera fase, este acuerdo define el modelo de: negociación, compensación y liquidación, los cuales se llevarían a cabo en la bolsa donde se encuentre listado originariamente el valor, así como el modelo comercial, jurídico y tecnológico. En este acuerdo también se definió, lo que consideramos, una de las herramientas fundamentales en el desarrollo del MILA: el modelo de enrutamiento intermediado de las órdenes.

depósitos centralizados de valores antes mencionados, firman un Acuerdo de Interconexión para dar lugar a la posibilidad de abrir entre ellos cuentas como depositantes directos, así como el acceso a otros servicios (Mercado Integrado Latinoamericano, s.f.).

Pese a ser el MILA el resultado de una iniciativa privada, liderada por las bolsas y depósitos centralizados de valores de Chile, Perú y Colombia, era indispensable el respaldo y apoyo de las entidades supervisoras de cada uno de los países parte, por lo que, en junio de 2010, se reunieron en Bogotá las tres autoridades en materia de supervisión²². Finalmente, luego del gran estudio preliminar de viabilidad impulsado por agentes privados y apoyado por los entes públicos pertinentes, el MILA inicia oficialmente su funcionamiento el 30 de mayo de 2011 una vez los diferentes supervisores financieros se encontraban a bordo y al tanto del mencionado proyecto (Mercado Integrado Latinoamericano, s.f.).

Es en junio de 2014, durante el desarrollo de una de las reuniones de la Alianza del Pacífico, se decidió que tanto la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) como el Instituto Central para el Depósito de Valores (INDEVAL), entrarían a ser parte de esta integración.

²² La entonces Comisión Nacional Supervisoras de Empresas y Valores de Perú, hoy Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Estas entidades y las que hoy hacen de sus veces, han celebrado diferentes Acuerdos Multilaterales de Cooperación y Coordinación, con el fin de facilitar el intercambio de información entre ellas, así como procurar la asistencia mutua en materia de supervisión. Para más información: Gerardo Hernández Correa & Rosita Esther Barrios Figueroa. *El rol de los reguladores y supervisores de la Alianza del Pacífico: apoyo que contribuye a las iniciativas de integración de los mercados de valores*. Revista N° 48 del Instituto Iberoamericana de Mercados de Valores. 2016. Tomado de: <http://www.rimv.org/es/revista-2016-julio/articulo/resumen/1128/el-rol-de-los-reguladores-y-supervisores-de-la-alianza-del-pacifico-apoyo-que-contribuye-a-las-iniciativas-de-integracion-del-los-mercados-de-valores>.

3.2 ¿Qué es el MILA?

3.2.1 Sistema de cotización de valores extranjeros

Por medio de la Ley 964 de 2005, el Gobierno colombiano autorizó el funcionamiento de dos mecanismos. El primero de ellos permite a los inversionistas locales poner sus recursos en valores extranjeros; mientras que el otro, promueve el flujo de capitales de manera “bilateral”, pues facilita la inversión nacional en valores extranjeros, así como la inversión extranjera en valores nacionales. Estos mecanismos hacen parte de lo que se ha denominado como sistemas de cotización de valores extranjeros, los cuales son: 1) los sistemas de cotización de valores extranjeros en general²³; 2) los acuerdos entre bolsas, dentro de los cuales se encuentra el MILA.

Mediante el primero de estos, un inversionista autorizado²⁴ podrá realizar la compra y venta de valores extranjeros de renta variable dentro de los sistemas de negociación, compensación y liquidación, los cuales son manejados por el administrador del sistema de cotización de valores extranjeros. Dicho papel, según el Decreto 2555 de 2010, puede ser desempeñado por bolsas de valores²⁵ o por administradores de sistemas de negociación de valores, para lo cual este administrador deberá estar vigilado por la SFC, conforme a lo contemplado en el artículo 7, párrafo 2, inciso segundo de la Ley 964 de 2005. Esta entidad, será la encargada

²³ Conocido en Colombia como Mercado Global Colombiano (MGC).

²⁴ Clientes inversionistas e inversionistas profesionales. Es importante tener en cuenta que la compra de los valores listados en estos sistemas de cotización podrá ser realizada por inversionistas profesionales y clientes inversionista. Dicha autorización se encuentra en el artículo 2.15.6.1.8 del Decreto 2555 de 2010.

²⁵ Actualmente, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), es la entidad que lleva a cabo este papel en el Mercado Global Colombiano (MGC).

de llevar el registro de los valores extranjeros listados y negociados²⁶, en los términos establecidos dentro de su reglamento (Variable). (Para ampliar este sistema, ver Apéndice, Sistema de cotización en general).

Por otro lado, el segundo sistema de cotización es el denominado acuerdo entre bolsas²⁷, el cual puede ser considerado como un mecanismo “bilateral”, en cuanto abre la posibilidad de ingreso de inversión extranjera al mercado de valores colombiano, así como promueve la inversión colombiana en valores emitidos en el exterior. Tal y como su nombre lo sugiere, mediante este sistema se autoriza a las bolsas de valores, sistemas de negociación o sistemas de registro colombianos a celebrar acuerdos con sus homólogos en otros países, con el fin de facilitar la compra y venta de valores emitidos en las jurisdicciones parte del convenio, siguiendo los lineamientos dados por el Gobierno Nacional²⁸. Estos acuerdos van a ser la estructura y guía general de este mecanismo, pues regulará su funcionamiento y la forma en como los inversionistas, emisores y los diferentes agentes van a intervenir dentro del mismo.

²⁶ El listado de valores no significa que la sociedad administradora será responsable acerca del precio, la solvencia del emisor, la negociabilidad del valor o de la respectiva emisión, entre otros, según el artículo 2.15.6.1.11 del mismo decreto. Por lo cual, esta entidad, podrá proceder con la cancelación del listado de un valor extranjero, siguiendo las reglas del artículo 2.15.6.1.15 del Decreto 2555 de 2010.

²⁷ Los acuerdos o convenios de integración entre bolsas o sistemas de negociación son un tipo de sistema de cotización de valores extranjeros y se encuentran principalmente regulados en el capítulo 2, título sexto, libro 15 del Decreto 2555 de 2010. En el art. 2.15.6.2.1 que regula el ámbito de aplicación, se sostiene que serán aplicables las reglas del anterior capítulo, es decir, aquellas que reglamentan los sistemas de cotización de valores extranjeros en general, siempre y cuando no contraríe la regulación específica en la materia.

²⁸ En la modificación introducida por la Ley 1328 del 2009 a la Ley 964 de 2005, se autoriza a las bolsas de valores y a los sistemas de negociación a transar, a través de ellos, valores emitidos en el extranjero y que, por tanto, no se encuentren inscritos en el RNVE. Lo anterior, siguiendo los lineamientos dados por el Gobierno Nacional y valiéndose de un sistema de cotización de valores extranjeros.

Las SCB²⁹ juegan un rol muy importante dentro de este sistema, ya que son estas las que van a establecer contacto con los intermediarios³⁰ del extranjero con el fin de decidir, a través de un acuerdo de enrutamiento, los procedimientos a los que se deben sujetar, las obligaciones y responsabilidades de cada intermediario a lo largo del proceso y, en general, el procedimiento a seguir para enrutar las órdenes entre los mercados que hacen parte del acuerdo y la forma en cómo se podrá acceder a los mismos (Mariana, Alexander, & Ana María, 2018).

A diferencia del sistema de cotización general, en los acuerdos entre bolsas, el listado de los valores se genera con ocasión al mismo acuerdo³¹ y no por la solicitud realizada por una SCB actuando como patrocinador. Así pues, la negociación del valor que será adquirido, se hará en el extranjero, por lo que no solo será necesaria la gestión del intermediario local, quien enruta la orden del inversionista, sino la del intermediario extranjero, quien actuando dentro de su jurisdicción, negociará los valores conforme con las normas que le son propias y aplicables (Superintendencia Financiera de Colombia, 2016).

²⁹ Al estar ante una actividad de intermediación en el mercado de valores contenida dentro del listado del artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 255 de 2010, los sujetos que hagan las veces de intermediarios bajo este mecanismo de inversión, deberán cumplir con los deberes y obligaciones generales y específicos de los intermediarios del mercado de valores.

³⁰ Como se puede evidenciar, bajo este mecanismo de inversión en valores extranjeros, es necesaria la intermediación tanto de la SCB local, como del intermediario extranjero, puesto que el primero de ellos será con quien el inversionista establezca contacto, informándole el tipo de inversión que pretende hacer, por lo que será la SCB local la que generará la orden bajo el sistema de enrutamiento establecido en el acuerdo y, por su parte, el intermediario del exterior será el que ejecutará dicha orden en el mercado de su jurisdicción.

³¹ En el artículo 2.15.6.2.2 se regula lo relativo al listado y negociación de los valores extranjeros, los cuales se realizarán conforme a los convenios que suscriban las bolsas, sistemas de negociación o registro, quienes tienen algunas de las obligaciones de las sociedades comisionistas de bolsa en el artículo 2.15.6.1.7. Dentro de este último, también se determina que la negociación se hará en la bolsa o sistema de negociación, parte del convenio, en cuyo país se encuentre originalmente listado el valor transado, asimismo, estas bolsas o sistemas de negociación serán las encargadas de llevar el sistema de registro de las operaciones sobre dichos valores. De este artículo también se debe destacar la posibilidad de promocionar los valores listados en estos sistemas, tanto por parte del emisor extranjero como por intermediarios locales. Para ampliar información ver artículo 2.15.6.2.2 del Decreto 2555 de 2010.

Del mismo modo, la compensación y liquidación³² se hará en el depósito centralizado de valores de donde provenga el valor, siendo muy utilizadas bajo este esquema las denominadas cuentas “ómnibus”³³. Lo anterior, teniendo presente que la cuenta de depósito local y la cuenta del exterior se mantendrán permanentemente conciliadas, pues, conforme a la normatividad colombiana, se deberá anotar en el depósito local cada uno de los movimientos que sean efectuados en la cuenta extranjera, conforme a lo previsto en el artículo 2.15.6.2.5 del Decreto 2555 de 2010.

Ahora bien, es importante tener en cuenta que las operaciones que se ejecutan dentro de este sistema de cotización, son realizadas a través de cada uno de los sistemas de negociación que administran las bolsas de valores de los países parte del acuerdo y en donde se encuentre inscrito el valor, es decir, dicha negociación se ejecuta o realiza en la jurisdicción de origen del valor extranjero (Superintendencia Financiera de Colombia, 2016). Lo anterior, teniendo en cuenta que el MILA se caracteriza por que las bolsas parte de la integración mantienen sus respectivos sistemas de negociación.

³² Este sistema busca, tal y como lo afirma el Decreto 2555 de 2010, que todos los depósitos que son parte del acuerdo, puedan administrar la posición de sus cuentahabientes en los sistemas de compensación y liquidación del exterior, sin la necesidad de individualizar e identificar qué inversionista es el beneficiario final de cada uno de los valores agrupados en estas cuentas globales.

En cuanto al sistema de depósito, compensación y liquidación de las operaciones que se realizan bajo este mecanismo, el artículo 2.15.6.2.5 dispone que los sistemas de compensación y liquidación de valores extranjeros, podrán tener la calidad de depositantes directos en los depósitos centralizados locales y viceversa, a través de las conocidas cuentas ómnibus, en las cuales se encuentran todos los valores de diferentes inversionistas, sin determinar quién es el beneficiario final de cada uno de ellos.

³³ “La cuenta ómnibus, es aquella en la que se agrupan valores pertenecientes a diferentes inversionistas, siendo administrada por un mismo agente especializado, quien actúa a nombre propio, pero por cuenta de cada uno de los inversionistas, el cual se constituye como inversionista ante el depósito. Esta cuenta busca administrar y gestionar la inversión de una manera más eficiente. También es conocida como cuenta global al ser la consolidación de activos de diferentes inversionistas”. Tomado de: <https://www.casadebolsa.com.co/wps/wcm/connect/casadebolsa/a46c0bcb-90be-46a1-b2ac-2f191ca2dc6f/Reglamento+ Cuenta Omnibus+ Avenida+Capital.pdf?MOD=AJPERES> .

Como se ha venido exponiendo, para operar en el MILA, es necesario que una SCB local establezca un convenio de enrutamiento intermediado con una o varias firmas comisionistas de los países miembros, para que las entidades asignen los límites que consideren de acuerdo con su política de riesgos³⁴, dentro de un sistema de límites que validará el ingreso de las órdenes extranjeras, sobre valores colombianos en cinco niveles: orden³⁵, especie³⁶, instrumento³⁷, rueda³⁸ y mercado³⁹ (Bolsa de Valores de Colombia, s.f.).

Entonces, la negociación dentro del MILA no se realiza automáticamente por medio de un sistema de negociación electrónico integrado, sino que es necesario que exista un vínculo entre los operadores locales y los operadores de los demás países miembros del acuerdo⁴⁰, para que estos reciban la orden ejecutada en la plataforma y, posteriormente, procedan a ejecutar dicha orden.

3.2.2 Integración de bolsas

Como se ha mencionado, el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es un reflejo de las dinámicas transfronterizas⁴¹ y del aprovechamiento de las posibilidades que ofrecen las

³⁴ Estos se encuentran disponibles a través del Sistema MILA Gestión.

³⁵ Valida el valor de la orden que ingresa sobre la especie y el mercado.

³⁶ Valida el límite para la acción específica.

³⁷ Valida el consumo para los instrumentos por continuo y por subastas.

³⁸ Valida el consumo en la rueda de acciones.

³⁹ Valida el consumo en el mercado de renta variable.

⁴⁰ Con las alianzas que se hicieron previamente con estas firmas comisionistas de los países miembros.

⁴¹ Se trata de una respuesta a la integración económica mundial, donde los mercados bursátiles se dirigen también hacia su integración, que se da por medio de acuerdos financieros de carácter nacional e internacional.

nuevas tecnologías⁴², con el fin de brindar a las personas mayores y diversas oportunidades de inversión, a los emisores un mayor acceso a las fuentes de financiamiento disponible y a fomentar las propias entidades bursátiles, como un mecanismo eficiente y transparente para la interacción de las ofertas y demandas sobre valores, que trascienden del potencial local a uno internacional (Shamann, 2010).

Por lo anterior, el MILA, como iniciativa de integración regional conformada por Chile, Colombia, México y Perú, es un mecanismo de integración desarrollado por las bolsas y los depósitos de los países mencionados anteriormente, con el fin de negociar títulos de renta variable inscritos en las plazas de los países miembros, por medio de un intermediario local en la negociación, compensación y liquidación de las operaciones. Este proyecto busca mejorar las condiciones y posibilidades de los inversionistas para, de esta manera, hacer de los cuatro países un bloque financiero fuerte de competencia global (Romero Tapia, 2014).

3.3 Funcionamiento del MILA: entendiendo el procedimiento a seguir dentro del sistema

3.3.1 Sistema de negociación

Dentro del modelo para la negociación de MILA, cada país conservará sus reglas de negociación, y por lo tanto, se entiende que la plataforma tecnológica⁴³ de cada bolsa y

⁴² El uso de herramientas tecnológicas fue indispensable en la puesta en marcha del MILA, puesto que, operaciones tan fundamentales como el enrutamiento intermediado de órdenes, se hace a través de plataformas digitales.

⁴³ Cada bolsa administrará su propia plataforma tecnológica.

depósito participante es independiente de los demás, pero operan de manera conjunta para el mercado.

Así pues, el intermediario colombiano deberá ingresar la orden sobre un valor chileno, peruano o mexicano, desde MILA Trader⁴⁴. Para esto, deberá verificar los convenios que tenga activos con el mercado extranjero⁴⁵, con el fin de enrutar las órdenes de compra o venta de valores. Este sistema validará sobre qué tipo de valor se va a ejecutar la operación, y el intermediario extranjero automáticamente verificará a través de MILA Gestión, los límites establecidos dentro de su política de riesgos para, de esta manera, determinar si la orden cumple o no con los límites y condiciones para así entrar al mercado. Los mencionados límites se controlan automáticamente de forma tal que no se permitirá el ingreso de órdenes que no se ajusten a los límites asignados y a los montos disponibles vigentes. El intermediario extranjero será quien cumpla con la operación sobre el valor listado en su mercado, por lo cual deberá ordenar la liquidación de la operación ante su respectivo depósito (para ampliar esta información ver Apéndice, Sistema negociación MILA).

3.3.2 Sistema de compensación y liquidación

En el proceso de compensación y liquidación, cada uno de los depósitos tendrá abierta en conjunto o recíprocamente⁴⁶ una cuenta agregada como depositantes directos con cada depósito homólogo. Para el caso colombiano, dentro de estas cuentas se van a registrar los

⁴⁴ Aplicativo web diseñado por la BVC, donde se muestran las acciones disponibles para negociar en las tres bolsas y es utilizado por las SCB que operan en el MILA para la compra y venta de valores.

⁴⁵ Convenios entre las comisionistas de bolsas de los diferentes países. Un intermediario puede tener varios convenios con un mismo mercado.

⁴⁶ Implica la interconexión entre los depósitos locales y los depósitos extranjeros.

valores nacionales que fueron adquiridos por inversionistas chilenos, peruanos o mexicanos y, también los valores extranjeros adquiridos por los inversionistas colombianos, siempre cuidando que los movimientos realizados en dichas cuentas se reflejen de manera concurrente en las cuentas que los inversionistas tengan en el depósito de su jurisdicción de origen, por ejemplo que la compra que haga un inversionista chileno de un valor colombiano, se vea reflejado en su cuenta en el Depósito Central de Valores (DCV), en Chile. Todo esto, sin desagregación a nivel de beneficiario final, teniendo en cuenta que se está ante las denominadas cuentas ómnibus (Mercado Integrado Latinoamericano, 2010).

Es importante resaltar que la compensación y liquidación de las operaciones que se ejecuten en el marco del MILA, se registrarán de acuerdo a las normas y procedimientos del país origen del valor. Igualmente, será el depósito del país donde se encuentre listado el valor, quien se encargará de la custodia del mismo⁴⁷ (ver Apéndice, Sistema de Compensación y Liquidación del MILA) (Mercado Integrado Latinoamericano, 2010).

3.3.3 Sistema cambiario

Se estudiará el presente tema conforme a la normatividad cambiaria de nuestro país, aplicable al régimen de inversión de capital colombiano en el exterior, así como de capital del exterior en Colombia. Se debe tener en cuenta que las inversiones que se hacen a través de este

⁴⁷Hay que tener en cuenta que los depósitos serán los encargados de establecer, a través de sus reglamentos, mecanismos eficaces, públicos y suficientes, que permitan a los inversionistas extranjeros en valores locales a ser representados ante el emisor local para el ejercicio de los derechos que otorguen dichos valores.

sistema⁴⁸ son consideradas, en términos generales⁴⁹, como inversiones de portafolio, lo anterior, conforme a lo establecido en el Decreto 1068 de 2015, en su Parte 17, en la que se establecen las disposiciones en materia de cambios internacionales y el régimen general de inversiones de capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior.

Inversionistas peruanos, chilenos o mexicanos que adquieren acciones colombianas mediante el MILA

Estas transacciones son consideradas, bajo el régimen cambiario de nuestro ordenamiento jurídico, como inversión de capital del exterior en Colombia, más específicamente, como inversión de portafolio. Así pues, para efectos cambiarios, estas inversiones extranjeras deben cumplir con una obligación fundamental, la cual es el registro de la misma. Esta tiene procedimientos especiales, puesto que el sujeto sobre el cual recae de forma directa no es la persona natural o jurídica que hace la inversión, puesto que se debe dar cumplimiento a la misma por intermedio de: 1) los depósitos centralizados de valores extranjeros de donde proviene la inversión, estos figurarán como titulares de las cuentas ómnibus⁵⁰; y 2) los intermediarios locales, quienes harán las veces de administradores de la inversión extranjera.

Respecto a este segundo punto, es importante mencionar que en Colombia es imperativo que toda inversión de capitales del exterior de portafolio se haga por medio de un administrador,

⁴⁸ Tanto la inversión que hace un residente peruano, chileno o mexicano en valores colombianos, como la inversión que hace un residente de Colombia en valores de Perú, México o Chile.

⁴⁹ Como ya se mencionó, estas inversiones pueden ser consideradas directas, según factores tales como el ánimo de permanencia del inversionista.

⁵⁰ Como ya se ha explicado, en el modelo MILA se acude a estas cuentas, siendo una de sus principales características la no desagregación a nivel de beneficiario final.

conforme a lo contemplado en el artículo 2.17.2.2.2.3 del Decreto 1068 de 2015, rol que será desempeñado por las SCB⁵¹, bajo el modelo MILA. Asimismo, es importante tener en cuenta que los intermediarios locales no tienen ningún tipo de vínculo jurídico con los inversionistas del exterior, pues estos últimos solo tienen una relación contractual con los intermediarios de su país. En este sentido, la figura de administrador que desempeña el intermediario local no es respecto del inversionista, sino del intermediario extranjero, siendo el convenio de enrutamiento⁵² el vínculo jurídico que los une. A este respecto es importante mencionar que, aparte de las obligaciones que tienen en virtud de su calidad de administrador, los intermediarios locales son, junto a los inversionistas extranjeros, solidariamente responsables por el incumplimiento de las operaciones de registro (Mercado Integrado Latinoamericano, s.f.).

En consecuencia, para cumplir con la obligación cambiaria de registro de la inversión, es necesario: 1) que el administrador, en este caso una SCB, registre la inversión extranjera utilizando los formatos dispuestos por el Banco de la República de Colombia y conserve toda la información sobre las operaciones relacionadas con dicha inversión, puesto que esta información puede ser solicitada por el Banco de la República o por la Superintendencia de Sociedades, en cualquier momento; y 2) que el depósito de valores que comparta domicilio

⁵¹ El artículo 2.17.2.2.2.3 del Decreto 1068 de 2015, sostiene que solamente podrán hacer las veces de administradoras de estas inversiones las SCB, las sociedades fiduciarias o las sociedades administradoras de inversión. Pero bajo el modelo MILA esta función será desempeñada por las SCB. Estas, deberán cumplir con las siguientes obligaciones: “a) *Las tributarias; b) Las cambiarias; c) Las de información que deba suministrar a las autoridades cambiarias o de inspección, vigilancia y control; d) Las demás que señale la autoridad de inspección, vigilancia y control en ejercicio de sus facultades.*”

⁵² Así pues, un intermediario extranjero podrá tener un administrador por cada contrato de enrutamiento que haya celebrado.

con el inversionista extranjero, certifique la posición de este último, es decir, expida constancia del monto y fecha de la inversión (Mercado Integrado Latinoamericano, s.f.).

Aquel inversionista extranjero que cumpla esta obligación será titular de los denominados “derechos cambiarios”, los cuales le permitirán disponer de los ingresos obtenidos como rédito de la inversión realizada, pudiendo reinvertirlos, repartirlos, capitalizarlos o remitirlos al exterior, tal y como lo sostiene el artículo 2.17.2.2.3.1 del Decreto 1068 de 2015.

Inversionista colombiano que quiera invertir en acciones de Chile, Perú o México:

Este tipo de transacciones son consideradas, bajo nuestra legislación como inversiones de capital colombiano en el exterior, más específicamente, como inversiones financieras y en activos en el exterior de carácter especial, siguiendo lo regulado en el artículo 7.4.4. de la Circular Reglamentaria Externa DCIN-83 (para ampliar esta información ver Apéndice, Régimen cambiario para inversión nacional en países MILA).

3.3.4 Tributación en el MILA

Dentro de nuestro ordenamiento jurídico, por regla general, todos los ingresos se encuentran gravados, acorde con la condición de persona natural, jurídica o sus asemejadas. Con la entrada en vigencia de la Ley 1943 de 2018, en virtud de la cual se introduce la más reciente reforma tributaria a nuestro ordenamiento jurídico, se modifican las tarifas aplicables a los dividendos. Sin embargo, se encuentra en curso ante la Corte Constitucional una demanda de inconstitucionalidad de dicha Ley, con una alta probabilidad de éxito, por lo que, de ser admitida nos encontraríamos en un limbo jurídico-tributario.

No obstante lo anterior y de conformidad con el Estatuto Tributario aún vigente, exponemos las reformas introducidas en materia de dividendos en el Apéndice, Tributación en el MILA.

3.3.5 Manejo de información relevante en el mercado

Resulta necesario indicar que los países miembros del Acuerdo suscribieron un convenio de colaboración denominado “Adenda a los Memorándum de Entendimiento del 28 de octubre de 2009 y 15 de enero de 2010 y otros documentos”, en el cual las entidades reguladoras se comprometieron a realizar las gestiones necesarias para mantener en sus páginas web, toda la información pública que los emisores de valores, bajo su supervisión, se encuentren obligados a difundir al mercado.

En ese sentido, son los supervisores bursátiles de cada uno de los países miembros, los responsables de velar por que todo el público pueda acceder a la información relevante propia del mercado sobre el cual ejercen su jurisdicción, labor que cumplen a través de las bolsas de valores, las cuales, en la práctica, se encargan de garantizar el acceso a la información relevante de cada uno de sus respectivos mercados, valiéndose de sus páginas web⁵³. Para el caso colombiano, la BVC emitió el 27 de mayo de 2011, el Boletín Informativo No. 176⁵⁴ en el cual sostiene que, con ocasión al inicio de operaciones del MILA, a partir de esa fecha, se

⁵³ Ver Bolsa de Valores de Lima (Perú): <http://www.conasev.gob.pe/>. Bolsa de Comercio de Santiago (Chile): <http://www.bolsadesantiago.com>. Bolsa Mexicana de Valores (México): <http://www.bmv.com.mx/>. Bolsa de Valores de Colombia (Colombia): <https://www.superfinanciera.gov.co/>.

⁵⁴ Ver Boletín Informativo No. 176. Bolsa de Valores de Colombia. Registro consolidado de los valores extranjeros listados en el sistema del mercado integrado y acceso a la información de sus emisores. Mayo 27 de 2011.

habilitaría en la página institucional de la BVC un vínculo específico⁵⁵ dentro del menú “MILA”, en el cual se podría encontrar: 1) todos los valores extranjeros y colombianos que serían transados a través del MILA; y 2) los enlaces para consultar la información financiera, contable, administrativa, jurídica y demás información relevante, respecto a los emisores de cada una de los valores negociados en el MILA. Lo anterior, conforme a lo establecido en el artículo 2.15.6.1.11 del Decreto 2555 de 2010 y lo referente al tema en el Reglamento General de la Bolsa⁵⁶.

Finalmente, es importante aclarar que el suministro de información relevante del mercado debe darse conforme a la normatividad que regule la materia en el mercado donde se encuentren inscritos los valores. (Bolsa de Valores de Colombia, 2010)

⁵⁵ Se trata del vínculo “Registro Consolidado de los Valores Extranjeros Listados en el Sistema Integrado” y se puede acceder a él con este link: http://www.bvc.com.co/recursos/Files/Mila/REGISTRO_CONSOLIDADO_VALORES_LISTADOS_MILA.xlsx

⁵⁶ Ver artículo 8.1.3.1 y 8.1.5.2 del Reglamento General de la Bolsa.

CAPITULO IV. LA INTERMEDIACIÓN COMO ASPECTO FUNDAMENTAL EN EL DESARROLLO DEL MILA

Tal y como se expuso en el capítulo anterior, dentro del MILA son varias las actividades que resulta importante desarrollar para el óptimo funcionamiento del modelo, sin embargo la actividad de intermediación cobra especial relevancia puesto que es a través de ella que se materializa la efectiva prestación transfronteriza de los servicios financieros, toda vez que son los intermediarios del mercado de valores los encargados de poner en contacto a los oferentes y demandantes del mismo, y para el caso del MILA son los únicos sujetos calificados mediante los cuales es posible acceder a las diferentes plazas bursátiles de países partes del Acuerdo.

Debido al papel protagónico que tiene la actividad de intermediación dentro de las interacciones entre los diferentes agentes del mercado de valores, la regulación de dicha actividad cobra gran relevancia dentro de un ordenamiento jurídico, puesto que mediante ella se está delimitando el poder de intervención del Estado y, sobre todo, se está promoviendo *“la protección de los inversionistas y la seguridad, integridad y transparencia de los mercados”* (Abella Abondano G. D., 2018, pág. 6).

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) expidió un documento conocido como “Objetivos y principios para la regulación de los mercado de valores” en el cual establece como principales objetivos de la regulación: a) la protección de los inversionistas, b) garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, c) la

reducción del riesgo sistémico, d) preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público (Organización Internacional de Comisiones de Valores, 1998). Nos centraremos en los 3 objetivos principales de la regulación de los mercados de valores según IOSCO:

- a) La protección a los inversionistas: la protección de los inversionistas es el componente fundamental del mercado de valores. Es importante la existencia de un ambiente institucional y de mercado que otorgue la confianza suficiente a los inversionistas para entregar sus recursos a terceros, con la expectativa de que serán administrados con diligencia y cuidado. Los inversionistas deberán estar protegidos contra prácticas engañosas, de manipulación, fraudulentas, incluyendo el mal uso de información privilegiada, la utilización en beneficio del propio intermediario de las instrucciones del cliente, y a abusos en el uso de los activos de dichos clientes, ello conforme al artículo 4.2.1 de los principios IOSCO, en el que se trata la protección a los inversionistas.

Es necesario que se haga una difusión completa de la información relevante, para que ésta sea suficiente para la toma de decisiones. De esta manera, los inversionistas podrán evaluar los riesgos y beneficios derivados de sus inversiones para la protección sus propios intereses (Organización Internacional de Comisiones de Valores, 1998).

- b) Mercados justos, eficientes y transparentes: en términos generales, un proceso se considera eficiente cuando se logra un objetivo mediante el uso de la menor cantidad

de recursos (Rincón Ospina, 2017), dentro del contexto del mercado de valores, la eficiencia y transparencia hacen énfasis en que la información relevante sobre la negociación se ponga a disposición del público en tiempo real, esto teniendo en cuenta la naturaleza de la misma, puesto que la información previa a la negociación es necesaria para darle el conocimiento necesario al inversionista, que sepa si puede operar y a qué precios, mientras que, la información posterior a la negociación, se encuentra relacionada con los precios y el volumen de todas las operaciones individuales realmente realizadas (Organización Internacional de Comisiones de Valores, 1998).

Finalmente es importante mencionar que la justicia de los mercados dependerá directamente de la protección que se le dé a los inversionistas y, en especial, de la promoción de la prevención de prácticas de negociación indebidas. (Organización Internacional de Comisiones de Valores, 1998).

- c) Reducción del riesgo sistémico: el riesgo sistémico puede ser entendido como aquellas situaciones en las cuales se genera una cadena de incumplimientos que afectan la solvencia y liquidez de un conglomerado de entidades financieras, al encontrarse una de ellas en incapacidad de cumplir con las obligaciones contraídas con terceros lo cual, al final generará desconfianza generalizada en el sector y puede llegar a desestabilizar el sistema de manera estructural. De esta forma, la regulación deberá tener por objeto mitigar la posibilidad de insolvencias en el mercado financiero con el fin de limitar la posibilidad del incumplimiento de operaciones en los mercados, lo cual se puede lograr estableciendo requisitos de capital, adecuado y

constante, de recursos propios, y otros requisitos prudenciales. Cuando a pesar de todo se produzca una quiebra, la regulación deberá estar preparada para aliviar su efecto y, en particular, intentar aislar el riesgo de la institución en quiebra (Rincón Ospina, 2017).

Hay que tener en cuenta que el riesgo en estos mercados es inherente, por lo cual la regulación no deberá sofocar innecesariamente la asunción legítima de riesgos. Los reguladores deberán promover y permitir la gestión efectiva del riesgo y asegurar que los requisitos sobre capital, y otros prudenciales, son suficientes para controlarlo. Así es como, los intermediarios que operan dentro del mercado de valores podrán asumir riesgos, absorbiendo las pérdidas que se puedan producir y limitando la toma excesiva de riesgos. (Organización Internacional de Comisiones de Valores, 1998).

Para profundizar la relevancia de esta actividad y la manera en cómo ha evolucionado su regulación en Colombia, remitirse al Apéndice, Actividad de Intermediación en Colombia.

4.1. Actividad de asesoría de los intermediados en el mercado de valores en el MILA

Conforme a lo expuesto por (Prieto, Caballero, & María del Pilar, 2017) en el estudio hecho bajo el marco de la Unidad de Regulación Financiera (URF) sobre la normatividad de la asesoría en el mercado de valores que, en la actualidad, se encuentra rigiendo en diferentes países, dentro de los cuales fueron analizados Colombia, Chile, Perú y México; se resalta la importancia de esta actividad dentro del adecuado desarrollo del mercado de valores, en especial, en la conservación de la confianza por parte de los inversionistas en el mismo.

Lo anterior, toda vez que, a través de la debida asesoría se mitiga una de las fallas del mercado, conocida como la Asimetría de la Información, ya que se les exige a los sujetos calificados para tal fin, que la revelación de información dirigida a sus clientes les permita a los mismos, independientemente de su conocimiento del mercado, tomar decisiones de inversión que respondan a sus necesidades e intereses.

Ahora bien, en un escenario globalizado en el que, como se ha venido tratando en el presente trabajo, los mercados tienden a interconectarse, este tipo de actividades cobran mayor relevancia y complejidad, puesto que se vuelve más difícil hacer seguimiento de las reglas a aplicar a la hora de efectuar las inversiones en un ámbito transnacional, debido a que cada país conserva sus propias reglas para determinar la forma en cómo debe ser realizada esta actividad de asesoría en el mercado de valores.

Lo anterior resulta conflictivo, puesto que un potencial inversionista del Mercado Integrado Latinoamericano se ve enfrentado a cuatro diferentes sistemas bajo los cuales su perfil, los productos a los cuales puede acceder y el tipo de información que recibirá no va a ser siempre la misma, lo cual puede llegar a afectar su confianza en el mercado y, por tanto, puede desincentivar su interés en canalizar su excedente de capital a través de este modelo.

Por lo tanto, es posible afirmar que coexisten diferentes regulaciones sobre esta actividad de asesoría, siendo necesario identificar puntos de encuentro respecto a ciertos aspectos que, consideramos, son fundamentales a la hora de definir y reglamentar la actividad de asesoría:

- i) Perfil del cliente al que va dirigida la asesoría: entendido este como la obligación que tienen los intermediarios de valores de clasificar los inversionistas entre profesionales y los que no lo son, lo cual implica el desarrollo de políticas y procedimientos específicos que permitan conocer adecuadamente al cliente (Prieto, Caballero, & María del Pilar, 2017).

- ii) Perfil del producto y su nivel de complejidad: la adopción de procesos para evaluar la idoneidad de un producto, clasificándolo entre complejos y simples, y utilizar dicha categorización junto con el perfil del inversionista (Prieto, Caballero, & María del Pilar, 2017).

- iii) Suministro de información: a partir del análisis del perfil del cliente y de los productos de inversión, la información que se suministra al inversionista debe ser más que suficiente para que éste pueda tomar decisiones de inversión ajustadas a sus necesidades. Es necesario que la misma sea imparcial y clara, distribuyéndose con suficiente anticipación al inversionista (Prieto, Caballero, & María del Pilar, 2017).

A continuación, mencionaremos brevemente, la regulación aplicable de los países miembros del MILA frente a estos tres puntos.

4.2.1 Colombia

La asesoría, al igual que los demás deberes de los intermediarios del mercado, pero muy especialmente en relación con el deber de mejor ejecución de las operaciones del mercado de valores, tiene la especial importancia de ser el factor diferencial frente a otras actividades del mercado.

IOSCO ha reconocido que la asesoría es el factor diferencial para poder distinguir a un cliente (profesional o no) frente a lo que podría ser una operación directa en el mercado de valores, a la necesidad de contar con un intermediario que en últimas debe asesorar al cliente con unas labores de perfilamiento, apetito de riesgo, conocimiento del mercado y horizontes de inversión para llevar a buen fin el mandato que conlleva el corretaje de valores.

En el año 2018 se expide el Decreto 661, mediante el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010, en lo relacionado con la actividad de asesoría en el mercado de valores. En el artículo 2.40.1.1.5 se establece que el perfil del cliente consiste en:

“[...] la evaluación de su situación financiera, intereses y necesidades para determinar el perfil de los productos en los cuales resulta conveniente la realización de inversiones. Para construir el perfil del cliente se debe analizar como mínimo la información que el mismo entregue sobre los siguientes aspectos: conocimiento en inversiones, experiencia, objetivos de inversión, tolerancia al riesgo, capacidad para asumir pérdidas, horizonte de tiempo, capacidad para realizar contribuciones y para cumplir con requerimientos de garantías [...]”.

Por otro lado, y en la parte más novedosa del Decreto 661, ya no bastará con perfilar a un cliente, sino se deben perfilar los productos financieros que se ofrecerán al mismo. Este perfilamiento, pendiente de ser regulado en detalle por la Superintendencia Financiera, deberá traer mayores cargas para productos más complejos y que involucren mayores riesgos. El artículo 2.40.1.1.6 consagra que el perfil del producto es:

“[...] el resultado del análisis profesional de su complejidad, estructura, activos subyacentes, rentabilidad, riesgo, liquidez, volatilidad, costos, estructura de remuneración, calidad de la información disponible, prelación de pago y demás aspectos que se deben considerar para determinar las necesidades de inversión que satisface y los potenciales inversionistas que podrían ser destinatarios del mismo. Las entidades deberán revisar de forma periódica el perfil de los productos y en todo caso deberán proceder a su actualización cuando se produzcan cambios materiales en los principales elementos que se utilizan para el análisis de los mismos [...]”.

Respecto al suministro de información, pieza capital para la protección del inversionista de valores consagrada en el Artículo 131 de la Ley 446 de 1998, pero como una manifestación clara de la protección a los consumidores financieros que consagró normativamente la parte primera de la Ley 1328 de 2009, se establece que la misma adquiere el carácter de recomendación profesional, cuando atendiendo al perfil del cliente y del producto, se emita de manera individualizada, de tal forma que la información suministrada se encuentra personalizada al corresponder fielmente a los intereses del inversionista que la recibe, estar relacionada con el producto de valores perfilado y al provenir del análisis profesional del sujeto calificado que la emite.

4.2.2. Chile

El 9 de marzo de 2015, la Bolsa de Comercio de Santiago, a través de la comunicación interna número 12.633 adjunta la Norma de Carácter General número 380 de la Superintendencia de Valores de Santiago, en la cual se regula el actuar de los corredores de bolsa, agentes de valores y corredores de bolsa de productos.

En el artículo 2 se consagra la obligación que tienen los intermediarios del mercado de valores de conocer a sus clientes:

“[...] En tal sentido, deberán requerir toda información que sea necesaria para:

- a) Acreditar la identidad y capacidad legal de los clientes y de quienes están facultados para operara o dar instrucciones por cuenta de éstos;*
- b) Contactar de manera oportuna al cliente, directamente o por medio de su representante, y comunicarlo de manera fidedigna toda la información que por ley y normativa debe ser puesta en conocimiento de éste;*
- c) Determinar aquellos productos y servicios que están acorde al perfil del cliente, esto es, aquellos que se adecuan a las características individuales y particulares de cada cliente. Lo anterior, salvo para clientes que sean considerado como inversionistas calificados de aquellos a que se refiere la Sección II de la N.G.C. No. 216 de 2008, o la que la modifique o reemplace, y para cliente que sólo contraten al intermediario para la compra y venta de moneda extranjera en el mercado spot. Para determinar el perfil de cada cliente, el intermediario debe tener en consideración elementos que permitan conocer, su nivel educacional, edad, experiencia y condición laboral, capacidad de ahorro y situación*

- financiera, grado de conocimiento de los mercados y productos financieros, horizonte y objetivo de inversión, giro comercial o tolerancia al riesgo entre otros factores y condiciones que al efectos haya establecido el intermediario tanto para las personas naturales como jurídicas; y*
- d) Mantener actualizado los perfiles de sus clientes considerando los cambios que se vayan produciendo en la información que define su perfil, de manera de ofrecer en todo momento productos adecuados a cada cliente”.*

En cuanto al perfil del producto, no se encuentra dentro de la regulación chilena una definición expresa al respecto, sin que ello suponga desconocer la necesaria correspondencia que debe existir entre el perfil del cliente y el perfil del producto. Lo anterior, se ve reflejado en el artículo 3 de la norma bajo estudio, en el cual consagra que la asesoría y la oferta de servicios y productos debe ser hecha de acuerdo con el perfil del inversionista.

Ahora bien, el suministro de información o recomendación por parte de los intermediarios del mercado tiene como factor preponderante hacer la debida comunicación del riesgo que asumirá el inversionista en las transacciones que pretende realizar. Por consiguiente, el artículo 3 contempla:

“[...] En el evento que un cliente quiera contratar un tipo de servicio o adquirir un tipo de producto que no sea acorde a su perfil, se le deberá advertir previamente de ese hecho y que en opinión del intermediario no es aconsejable que ello ocurra, y si aun así el cliente mantiene su instrucción, se cumplirá con su mandato. La voluntad del cliente y la advertencia del intermediario, deberán quedar documentadas a objeto

de acreditar ante este Servicio que se cumplió con ese procedimiento. En tal sentido, será deber del intermediario aconsejar a su cliente respecto a lo apropiadas que, en su opinión, son las inversiones que dicho cliente pretende realizar en relación con su perfil. Para tales efectos, los intermediarios deberán capacitar adecuada y permanentemente a quienes tengan interacción con los clientes o estén a cargo de la oferta de productos y servicios. (el subrayado es nuestro)

A su vez, el intermediario deberá advertir a su cliente, al momento de contratar cada tipo de servicio o instruir la adquisición o enajenación de cada tipo de producto, respecto de los riesgos que tienen esos servicios y productos que se contratarán y, en caso que corresponda, del mayor grado de exposición que tendrá aquel cliente que se endeude para realizar sus inversiones o que escoja mercados, productos o entidades sin regulación [...]"

De la comparación y lectura general de estas dos regulaciones, es posible ver que, en Colombia, la actividad de asesoría tiende a ser más proteccionista del cliente y más orientada hacia el deber general de asesoría y protección, puesto que, a pesar de estar frente a un posible inversionista profesional (o cliente inversionista), el deber de emitir una recomendación profesional sigue existiendo a pesar de ser menos rigurosa que la dada a un cliente inversionista. De igual forma, en Chile se da mucha más autonomía a los particulares de asumir riesgos en sus inversiones, solo asumiendo el intermediario el deber de informales sobre el mismo, sin embargo dicho nivel de advertencia no es tan taxativo en la regulación colombiana.

Finalmente, llama la atención, la disparidad que existe en las regulaciones chilena y colombiana respecto a la diferenciación entre información general y asesoría personalizada⁵⁷.

4.2.3 Perú

En la legislación peruana, fue expedido en el año 2015 el Reglamento de Agentes de Intermediación por medio del cual se establecen normas que regulan la actividad de estos, así como disposiciones que se relacionan directa o indirectamente con la actividad de intermediación.

En su artículo 17, dicho reglamento prevé que el Agente que lleve a cabo la actividad de asesoría, debe determinar el perfil de inversión de su cliente, no estando establecidos en dicha regulación criterios a tener en cuenta en dicha tarea, como sí ocurre en el caso chileno y colombiano. Sin embargo, al leer el reglamento en comento, es posible concluir que al hacer la evaluación del perfil del cliente, los agentes deben lograr establecer con claridad el perfil de riesgo del mismo⁵⁸.

Al igual que en la regulación chilena, en Perú no existe como tal una definición o clasificación del perfil del producto, no obstante, el agente deberá hacer la recomendación de

⁵⁷ Ver el inciso quinto del artículo 3, Comunicación Interna N° 12.633 de la Bolsa de Comercio de Santiago Adjunta a Norma de Carácter General N°380 de la Superintendencia de Valores de Santiago; y el artículo 2.40.1.1.3 del Decreto 661 de 2018, de Colombia.

⁵⁸ En la página web de la Superintendencia del Mercado de Valores de Perú, se encuentra un test por medio del cual se puede definir el perfil del riesgo de una persona, en el mismo se formulan preguntas sobre la edad, el estado civil, dependientes económicos y sobre la aversión al riesgo que se tiene (ej: el porcentaje de la inversión que se estaría dispuesto a perder) Ver test en este link: https://www.smv.gob.pe/Frm_Cuestionario?data=243A402336589A21A773BCB936D723D00922FDE9C5 Se debe tener en cuenta que este test no excluye el deber de los agentes del mercado de valores de realizar un análisis profesional del perfil del riesgo de sus clientes.

los productos, de manera posterior y de conformidad con el perfil del inversionista que se hace estructurado. Tampoco parece existir en la regulación peruana una taxatividad frente a los mandatos de los intermediarios y sus deberes frente al inversionista, como lo hace la regulación colombiana.

Finalmente, y de conformidad con lo estipulado en el artículo 16 A de la Ley de Mercado de Valores de Perú, los agentes que actúan en el mercado de valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes de inversión, así como asesorando o administrando inversiones en valores por cuenta de terceros, deberán cuidar los intereses de los clientes “como si fueran propios”⁵⁹, asegurando de que dispongan de toda la información necesaria para reducir el riesgo en sus inversiones.

4.2.3 México

Por su parte en México se expedieron en el año 2015 unas Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Entidades Financieras y Demás Personas que Proporcionen Servicios de Inversión, con el propósito de compilar en un único cuerpo normativo las diferentes reglamentaciones expedidas aplicables a los intermediarios del mercado de valores. Es así, como en el Capítulo II, artículo 4 se establece que, para la prestación de asesoría de inversiones, los intermediarios están obligados a:

⁵⁹ Note el lector que el estándar “como si fueran propios” es aún inferior al del buen hombre de negocios, y se asemeja más al del “Paterfamiliae” previsto en el código civil. Un nivel superior de profesionalismo impondría un deber más elevado de profesionalismo como el que planteó el Decreto 661 al establecer la diligencia de un profesional.

“[...] solicitar la información necesaria para realizar una evaluación sobre la situación financiera, conocimientos y experiencia en materia financiera, así como los objetivos de inversión del cliente respecto de los montos invertidos en la cuenta de que se trate, en términos de lo previsto en el Anexo 3 de estas disposiciones. El resultado de la evaluación será el perfil del cliente que deberá guardar congruencia con los elementos que lo integren detallados en dicho Anexo 3 [...]”.

Ahora bien, una vez se ha establecido el perfil del cliente, el intermediario que presta la asesoría podrá determinar los productos financieros que se ajusten con las necesidades del inversionista:

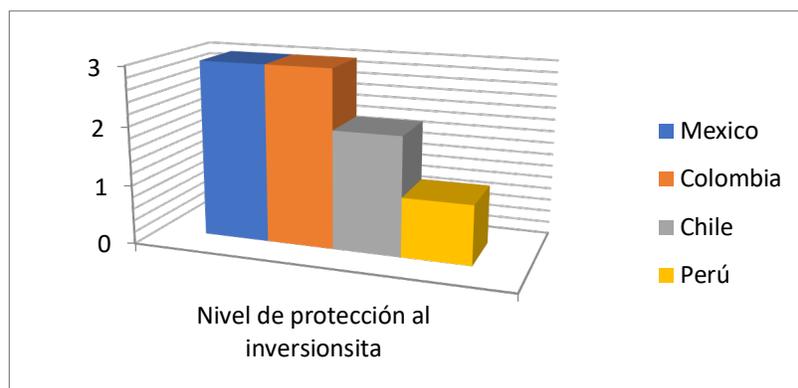
“[...] Adicionalmente, las Entidades financieras y los Asesores en inversiones que proporcionen Asesoría de inversiones deberán efectuar un análisis de cada Producto financiero. El resultado del análisis será el perfil del Producto financiero, que deberá ser congruente con todos los elementos que lo integran. Asimismo, el mencionado análisis deberá realizarse en términos de lo que se establece en el Anexo 4 de las presentes disposiciones [...]”.

Por su parte, una vez determinado el perfil del cliente y adelantado el análisis de los productos financieros ofrecidos al mismo, las entidades financieras o asesores de inversiones, previo a cada recomendación, deberán asegurarse de que sea razonable para el cliente, por lo tanto, cuando la recomendación es entregada de forma individualizada, esta deberá ser previamente autorizada por el comité responsable del análisis de los productos financieros, incluyendo como mínimo el prospecto de información o colocación sobre los valores, o de cualquier otro documento autorizado por la comisión.

No obstante lo anterior, estas evaluaciones y recomendaciones no pueden ser entendidas como una garantía del resultado de la inversión, es decir, que no siempre será exitosa o generará rendimientos. Este sin duda es un nivel superior al colombiano al basar en un comité la responsabilidad final de la asesoría profesional de un cliente.

Luego de haber hecho este breve ejercicio descriptivo de los sistemas jurídicos que integran el MILA, aduciendo específicamente a la actividad de asesoría en el mercado de valores, es posible concluir que existe una disparidad en la regulación, puesto que, como se ha venido evidenciando, no en todos los países miembros del Acuerdo se le da la misma relevancia a los tres factores que se plantearon al principio de este capítulo (perfil del cliente, perfil del producto y su nivel de complejidad, y suministro de información), así como tampoco se tiene el mismo rigor en la determinación de estos, siendo cada una de las jurisdicciones una más proteccionista que la anterior.

En este sentido, hemos construido un score aritmético en el cual se da una puntuación de uno (1) por cada una de las tres variables que se encuentre plenamente regulada dentro de cada una de las jurisdicciones bajo estudio, siendo el máximo puntaje tres (3) y el mínimo cero (0).



Por lo anteriormente expuesto, se puede concluir que el nivel de protección al inversionista no resulta ser el mismo en los cuatro países MILA, puesto que mientras que en algunos de ellos se regulan integralmente los tres criterios antes mencionados, en otros no sucede lo mismo, dándose una mayor flexibilidad a los intermediarios a la hora de cumplir esta actividad de asesoría. La convergencia de estas legislaciones dificulta el establecimiento de estándares exigibles a todos los intermediarios que intervienen en el MILA, así como supone una inseguridad jurídica para los inversionistas, quienes se ven enfrentados a condiciones más o menos favorables dependiendo del país en el que decidan realizar su inversión, lo cual puede llegar a generar asimetrías en la información y, sobre todo, afectar la confianza de los agentes en el mercado.

CONCLUSIONES

En este trabajo se puso de manifiesto cómo el fenómeno de la globalización ha permeado todos los mercados, incluyendo el de capitales, lo cual se ve reflejado en el aumento de las operaciones transfronterizas en valores. Ante esta innegable influencia, diferentes plazas bursátiles alrededor del mundo han dejado de lado sus límites de negociación local en búsqueda de crecimiento y posicionamiento mundial.

En Colombia, este fenómeno se materializó con el surgimiento de lo que se denomina como la Alianza del Pacífico, mediante la cual los países de Colombia, Perú y Chile, impulsaron una iniciativa de integración bursátil conocida como el Mercado Integrado Latinoamericano o MILA, a la cual se sumó México en el 2014. Este sistema es considerado como una manifestación de la prestación transfronteriza de servicios, y de cómo es una realidad actual; toda vez que permite la inversión nacional en valores extranjeros, así como el ingreso de inversión extranjera en valores colombianos, a través de diferentes protagonistas que participan en este mercado, específicamente los intermediarios del mercado de valores.

Ahora bien, en el marco de la Alianza del Pacífico y con la creación del MILA, los países parte se comprometieron a lograr una armonización normativa, junto con la eliminación de barreras de entrada, con el objetivo de buscar un funcionamiento integrado de los mercados de capitales. En consecuencia, esa condición final consistiría en tener un único mercado de valores, armonizado normativa y operativamente. Sin embargo, los retos asociados con la remoción de obstáculos regulatorios y armonización de las normas cambiarias, tributarias, de

supervisión de emisores, entre otras, para los países que conforman la Alianza, son muy grandes.

En este sentido, y de acuerdo con lo dispuesto por el Fondo Monetario Internacional (FMI), existen varios impedimentos para la integración de los mercados de capitales de la región, dentro de los cuales encontramos las limitaciones en el acceso para los intermediarios internacionales, en la realización de operaciones y transacciones transfronterizas. Por lo tanto, en la presente monografía de grado se buscó resaltar como principal factor, a la hora de adelantar esa prestación transfronteriza de servicios financieros, el deber de asesoría que cobija a los intermediarios de valores en los países parte; con el propósito de resaltar las disparidades existentes en las diferentes regulaciones (International Monetary Fund, 2016).

Una vez adelantado ese análisis, concluimos que efectivamente este deber es diferente en los países miembros del acuerdo, toda vez que existen regulaciones donde la protección al inversionista es muy alta, y otras que no. Por consiguiente, no es posible hablar de una prestación transfronteriza de servicios financieros, cuando los intermediarios no pueden cumplir con la regulación aplicable en el país donde realizan sus operaciones. Por lo tanto, y una vez expuesta esta disparidad regulatoria, encontramos fundamental lo enunciado por The London School of Economics, en donde se evidencia la importancia de desregularizar ciertos criterios que obstaculizan la labor de los intermediarios del mercado, lo cual permitiría incrementar su participación en la plataforma del MILA, y abordar la integración como un conjunto (The London School of Economics and Political Science, 2018).

Consideramos que debe existir un esfuerzo entre las autoridades de los cuatro países para promover e incentivar una homogeneidad entre la normativa aplicable a estos agentes, correspondiente a los aspectos fundamentales para la operación dentro de la integración bursátil y que, de esta manera, equilibre los beneficios para los países parte, sin colocar en situación de desventaja a los otros; generando así una mayor confianza de los inversionistas en este modelo.

APÉNDICE

Acuerdo de Marrakech

“Artículo III Funciones de la OMC: i) La OMC facilitará la aplicación, administración y funcionamiento del presente Acuerdo y de los Acuerdos Comerciales Multilaterales y favorecerá la consecución de sus objetivos, y constituirá también el marco para la aplicación, administración y funcionamiento de los Acuerdos Comerciales Plurilaterales.

ii) La OMC será el foro para las negociaciones entre sus Miembros acerca de sus relaciones comerciales multilaterales en asuntos tratados en el marco de los acuerdos incluidos en los Anexos del presente Acuerdo. La OMC podrá también servir de foro para ulteriores negociaciones entre sus Miembros acerca de sus relaciones comerciales multilaterales, y de marco para la aplicación de los resultados de esas negociaciones, según decida la Conferencia Ministerial.

iii) La OMC administrará el entendimiento relativo a las normas y procedimientos por los que se rige la solución de diferencias (denominado en adelante “Entendimiento sobre Solución de Diferencias” o “ESD”) que figura en el Anexo 2 del presente Acuerdo.

iv) La OMC administrará el Mecanismo de Examen de las Políticas Comerciales (denominado en adelante “MEPC”) establecido en el Anexo 3 del presente Acuerdo.

v) *Con el fin de lograr una mayor coherencia en la formulación de las políticas económicas a escala mundial, la OMC cooperará, según proceda, con el Fondo Monetario Internacional y con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento y sus organismos conexos” (Organización Mundial del Comercio, s.f.)*

Memorando de cooperación MILA

“Primero: Realizar las actividades que se requieran para facilitar la coordinación entre la Superintendencia de Valores y Seguros de la República de Chile, la Superintendencia Financiera de la República de Colombia, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de los Estados Unidos Mexicanos y la Superintendencia del Mercado de Valores de la República del Perú, considerando sus respectivos ámbitos de competencia, así como las particularidades y circunstancias de sus mercados.

Segundo: Desarrollar e implementar los acuerdos y mecanismo de cooperación que resulten necesarios, con el propósito de perfeccionar el intercambio de información y generar las instancias de coordinación para la supervisión y regulación de los mercados integrados, dentro del ámbito de sus respectivas competencias.

Tercero: Atender conjuntamente las iniciativas de integración consistentes con el desarrollo de los mercados que propongan los agentes regulados, implementando las actividades de análisis, autorización e implementación que se requieran, resguardando siempre los derechos protegidos por los marcos legales correspondientes” (Pacífico, Alianza del Pacífico, 2018).

Definición Unión Aduanera conforme con el GATT

[...] “*la sustitución de dos o más territorios aduaneros por uno solo de manera que: 1. Los derechos de aduana y las demás reglamentaciones comerciales restrictivas sean eliminadas con respecto a lo esencial de los intercambios comerciales entre los territorios constitutivos de la unión o, al menos, en lo que concierne a lo esencial de los intercambios de los productos originarios de dichos territorios, y 2. Cada uno de los miembros de la unión aplique al comercio con los territorios que no estén comprendidos en ella, derechos de aduana y demás reglamentaciones del comercio que, en sustancia, sean idénticas[...]*” (Organización Mundial del Comercio, 1947).

Constitución Política 1991, artículo 227

“*El Estado promoverá la integración económica, social y política con las demás naciones y especialmente, con los países de América Latina y del Caribe mediante la celebración de tratados que sobre bases de equidad, igualdad y reciprocidad, creen organismos supranacionales, inclusive para conformar una comunidad latinoamericana de naciones. La ley podrá establecer elecciones directas para la constitución del Parlamento Andino y del Parlamento Latinoamericano*”. Igualmente, el artículo 150, numeral 16 de la Constitución Nacional permite: “*transferir parcialmente determinadas atribuciones a organismos internacionales, que tengan por objeto promover o consolidar la integración económica con otros Estados*”.

Objetivos del Acuerdo Marco Alianza del Pacífico

“a. Construir, de manera participativa y consensuada, un área de integración profunda para avanzar progresivamente hacia la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas; b. Impulsar un mayor crecimiento, desarrollo y competitividad de las economías de las Partes, con miras a lograr un mayor bienestar, la superación de la desigualdad socioeconómica y la inclusión sociales de sus habitantes; y c. Convertirse en una plataforma de articulación política, de integración económica y comercial, y de proyección al mundo, con especial énfasis al Asia-Pacífico” (Alianza del Pacífico, 2018).

“a. Liberalizar el intercambio comercial de bienes y servicios, con miras a consolidar una zona de libre comercio entre las Partes; b. Avanzar hacia la libre circulación de capitales y la promoción de las inversiones entre las Partes; c. Desarrollar acciones de facilitación del comercio y asuntos aduaneros; d. Promover la cooperación entre las autoridades migratorias y consulares y facilitar el movimiento de personas y el tránsito migratorio en el territorio de las Partes; e. Coordinar la prevención y contención de la delincuencia organizada transnacional para fortalecer las instancias de seguridad pública y de procuración de justicia de las Partes; y f. Contribuir a la integración de las Partes mediante el desarrollo de mecanismos de cooperación e impulsar la Plataforma de Cooperación del Pacífico suscrita en diciembre de 2011, en las áreas ahí definidas” (Alianza del Pacífico, 2018).

Sistema de cotización en general

Para que los valores extranjeros puedan ser listados dentro del sistema de cotización⁶⁰, se deberá presentar una solicitud por parte de una SCB que actúe bajo la figura de patrocinador. De conformidad con el artículo 7, parágrafo 2 de la Ley 964 de 2005, la SCB actúa bajo dos modalidades: 1) Como intermediario, pues la comisionista de bolsa podrá realizar operaciones de comisión para la adquisición o enajenación de valores y la adquisición o enajenación de valores en desarrollo de contratos de mandato o por cuenta propia; 2) Como patrocinador, en tanto la comisionista de bolsa es quien, según el artículo 2.15.6.1.7 del Decreto 2555 de 2010 a) solicita la inscripción en la BVC de los valores extranjeros; b) publican oportunamente toda la información relevante sobre el valor y el emisor extranjero que representa; c) suministra la información que la BVC o las autoridades soliciten; d) negocia los valores listados en el MGC sobre los cuales sean o no patrocinadores; e) promueven y comercializan los valores extranjeros listados; y f) cumplen con los deberes y obligaciones como patrocinador establecidos en el marco legal.

Esto último, quiere decir que la SCB será responsable de cumplir con los requisitos legales de inscripción del valor extranjero establecidos en la ley, específicamente en el Reglamento General y la Circular Única de la BVC⁶¹. También será directamente responsable ante la

⁶⁰ Es preciso tener en cuenta que la inscripción de los valores extranjeros no podrá, de ninguna manera, coexistir con la inscripción en el RNVE. En el evento que alguno de los valores extranjeros se inscriba en el RNVE, prevalecerá este último y se cancelará el primero.

⁶¹ La BVC podrá rechazar una solicitud de listado de valores extranjeros por motivos de mercado, técnicas o de conveniencia, e informará las razones del rechazo. De no darse dicho rechazo, la inscripción será automática, una vez el Patrocinador acredite ante la BVC el cumplimiento de los requisitos establecidos en el Reglamento General y la Circular Única de la BVC, y la BVC deberá proceder con dicha inscripción.

BVC y los terceros⁶² por la veracidad y el contenido de la información pública suministrada, lo anterior teniendo en cuenta que es precisamente la BVC la entidad que hace las veces de administrador de este sistema de cotización de valores extranjeros.

Sistema de negociación MILA

A continuación, se muestra una gráfica del proceso de negociación:

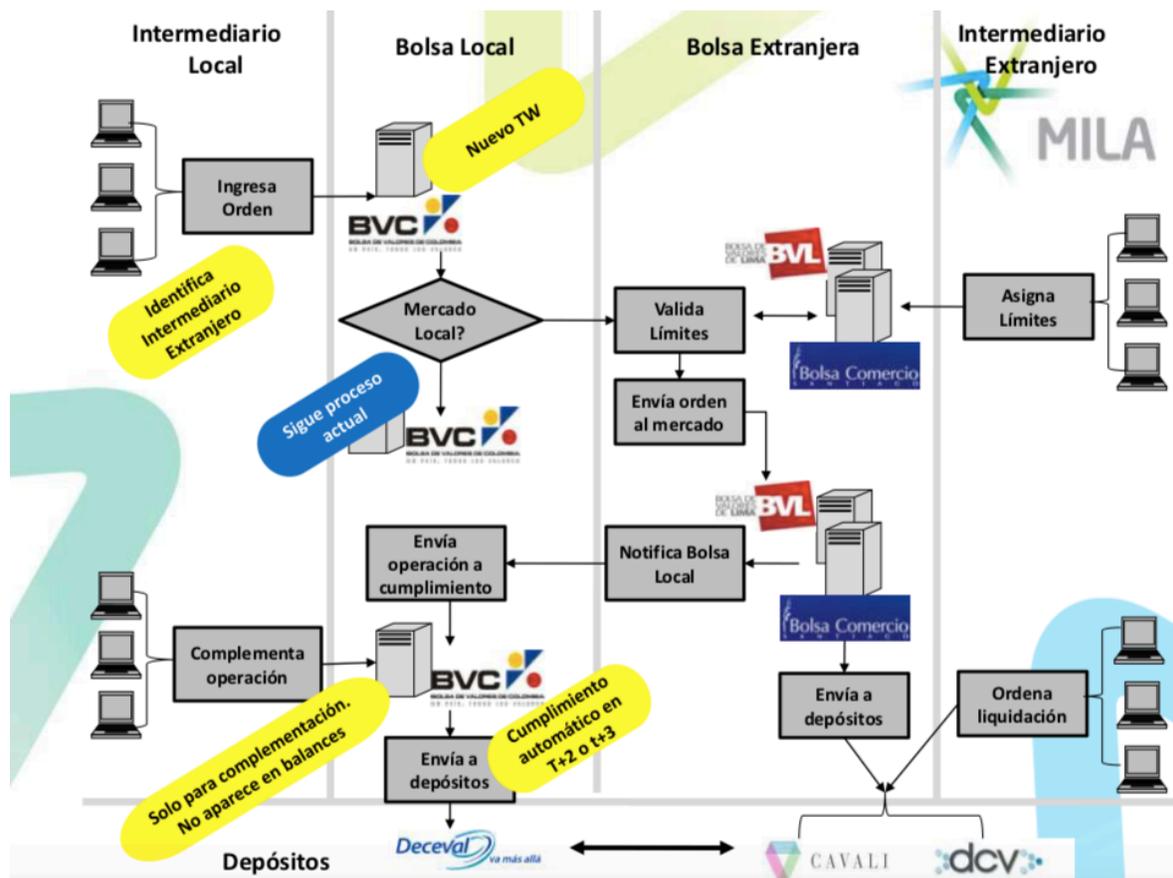


Tabla 2.

Tomado de: <https://mercadomila.com/wp-content/uploads/2018/04/Presentacion-Modelo-Operativo-y-Aspectos-Juridicos.pdf>

⁶² El Patrocinador deberá comprometerse a: a) suministrar de manera oportuna toda la información que la bolsa le solicite para efectos del listado de valores extranjeros; b) publicar y actualizar la información financiera, económica, contable, jurídica y administrativa del respectivo emisor del valor; c) informar a los inversionistas acerca de los derechos, obligaciones, restricciones y riesgos inherentes al tipo de inversión; d) promover y comercializar el valor extranjero; e) informar sobre acuerdos o convenios para la administración y custodio de los valores extranjeros.

Por su parte, cuando un extranjero miembro del MILA desea invertir en los valores colombianos, el intermediario extranjero deberá ingresar una orden de compra o venta mediante su sistema de negociación local⁶³. Al ser ingresada la orden, el intermediario podrá verificar los convenios activos con las SCB colombianas⁶⁴ y, a través de estos, se ingresará la operación.

Una vez realizado la verificación de la orden y los convenios existentes, dicha orden será enrutada hacia el FIX⁶⁵ en Colombia, en donde pasará por un control de límites⁶⁶y, de esta manera, se determinará si cumple o no con esos límites. Si la respuesta anterior es afirmativa, la orden ingresa directamente a X-Stream⁶⁷ y quedará disponible para ser tomada por una contraparte. Será el depósito y el intermediario local los responsables de la negociación, compensación y liquidación del respectivo valor. A continuación, se muestra una gráfica del proceso de negociación:

⁶³ Por ejemplo: ELEX en Perú o Telepregón en Chile.

⁶⁴ Debe ser especificada cuál SCB recibe la orden.

⁶⁵ Mensajería de Enrutamiento y Market Data.

⁶⁶ Son parámetros que realiza la SCB local, adecuado a su política de riesgos sobre las operaciones de compra y venta de valores colombianos.

⁶⁷ Por medio del cual la BVC administra el sistema transaccional para la negociación de acciones.

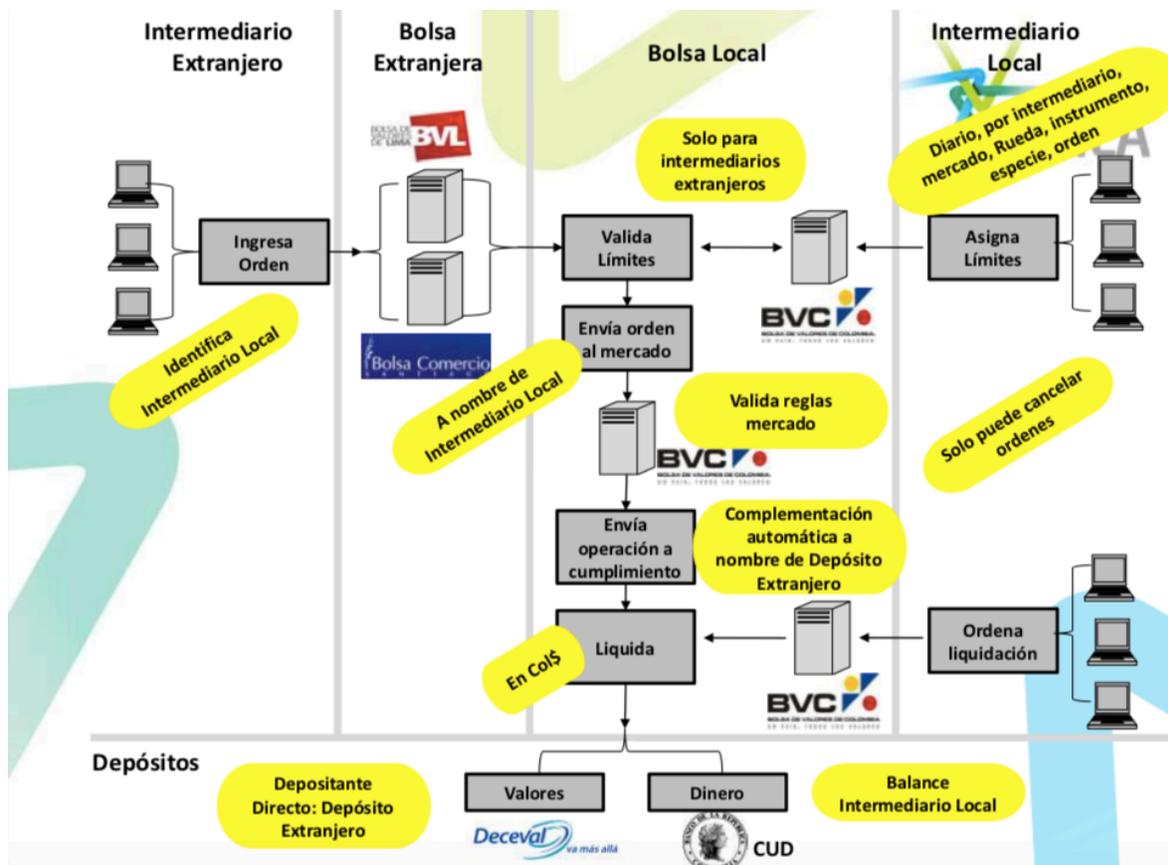


Tabla 3.

Tomado de: <https://mercadomila.com/wp-content/uploads/2018/04/Presentacion-Modelo-Operativo-y-Aspectos-Juridicos.pdf>

Una vez inscrito el valor extranjero en los listados de la BVC, como administrador de este mecanismo, el depósito centralizado de valores, que en Colombia es Deceval⁶⁸, será la entidad encargada de la administración de los mismos a través de una cuenta que tendrá con el custodio internacional⁶⁹ y, de igual forma, llevará registro de la titularidad de los valores extranjeros (Variable).

⁶⁸ Dentro de los sistemas de negociación de valores, será necesario que los depósitos centralizados celebren acuerdos con custodios globales, a través de los cuales se tendrán las cuentas y llevará registro de la titularidad de los valores extranjeros, según el artículo 2.15.6.1.9 del Decreto 2555 de 2010.

⁶⁹ Es un servicio habilitado para la administración de los portafolios de inversión de las personas naturales o jurídicas que adquieran títulos emitidos en el exterior, a través de convenios adquiridos por el depósito centralizado de valores colombiano, con importantes custodios internacionales.

Sistema de Compensación y Liquidación MILA

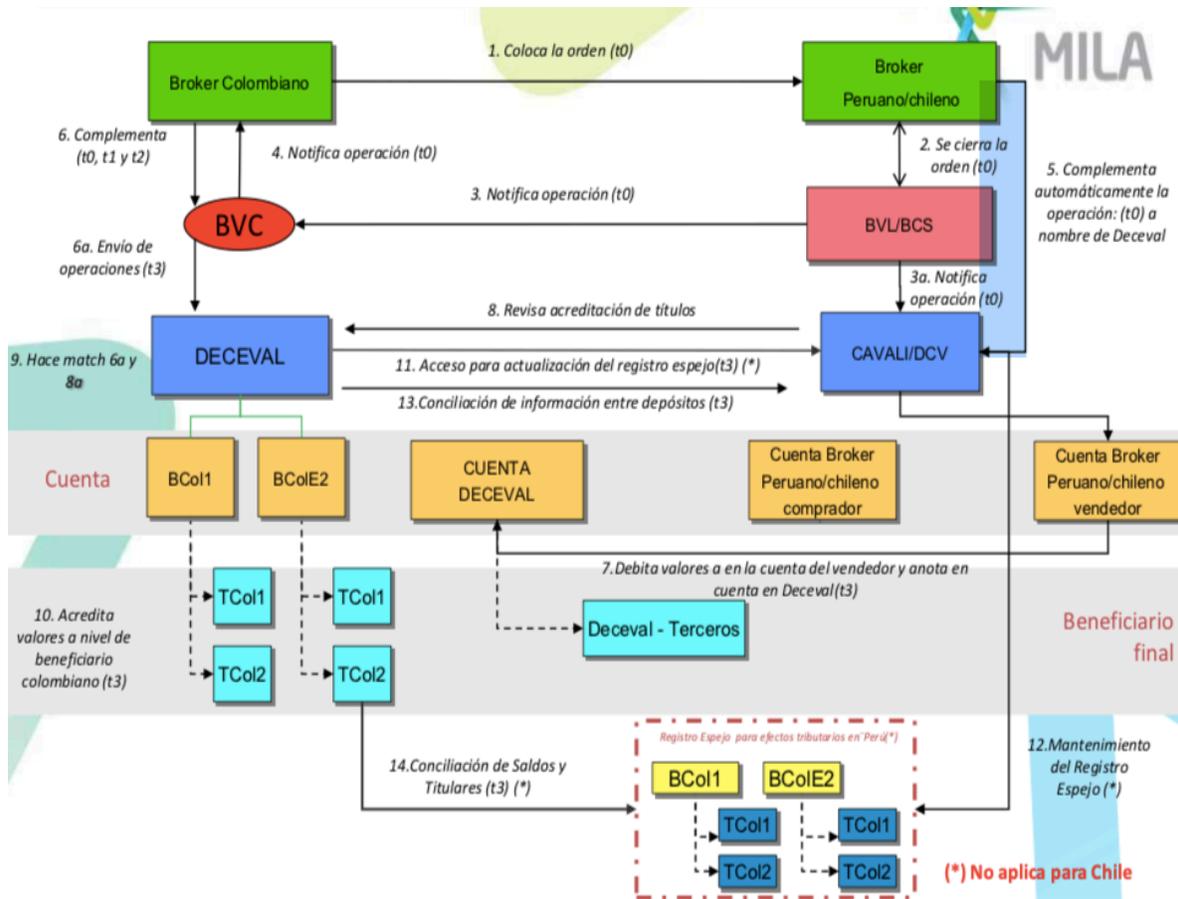


Tabla 4.

Tomado de: <https://mercadomila.com/wp-content/uploads/2018/04/Presentacion-Modelo-Operativo-y-Aspectos-Juridicos.pdf>

Régimen cambiario para inversión nacional en países MILA

Hasta principio del año pasado, este tipo de operaciones debían someterse al mismo procedimiento para el cumplimiento de la obligación cambiaria de registro de la inversión, pero esto cambió con la expedición de la Resolución Externa No. 1 de 2018, por medio de la cual se compendia y modifica el régimen de cambios internacionales. Una de las principales modificaciones introducidas por esta resolución que entró en vigencia el 25 de mayo del 2018

fue, precisamente, excluir la obligación de registrar las inversiones financieras y activos en el exterior ante el Banco de la República de Colombia (art. 7.4.1, Capítulo 7 de la Circular Reglamentaria Externa- DCIN-83 del BP, modificada por la Resolución Externa No. 1 de 2018), al considerarlo muy dispendioso. Sin embargo, para los demás efectos, la normatividad mencionada a lo largo de esta sección sigue siendo aplicable a ese tipo de inversiones. (Revista Portafolio , 2018)

Por último, es pertinente mencionar que una de las modificaciones que se han hecho para facilitar la implementación del MILA, es la posibilidad que se le dio a los intermediarios extranjeros y locales de netear entre sí los flujos de divisas que intercambian (artículo 2.17.2.5.2.1. del Decreto 1068 de 2015), siendo aplicable esto tanto a las inversiones de portafolio como a las inversiones financieras y en activos en el exterior. (Bolsa de Valores de Colombia).

Tributación en el MILA

En primer lugar, con la modificación del artículo 242 del Estatuto Tributario, se establece que: 1) los dividendos pagados a personas naturales residentes, provenientes de distribuciones de utilidades consideradas como ingresos no constitutivos de renta ni ganancia ocasional (conforme a lo previsto en el parágrafo 3 del artículo 49 del Estatuto), estarán gravadas a la tarifa del 0%, si el monto recibido por este concepto se encuentra entre el rango de 0 y los 300 UVT, mientras que le será aplicable la tarifa del 15% si lo percibido excede los 300 UVT⁷⁰; 2) los dividendos pagados a personas naturales residentes, provenientes de

⁷⁰ Las Unidades de Valor Tributario (UVT), equivalen a \$34.270, para el año 2019.

distribuciones de utilidades consideradas como constitutivas de renta o ganancia ocasional, al exceder la utilidad máxima susceptible de ser distribuida a título de ingreso no constitutivo de renta (conforme a numeral 3 y párrafo 2 del artículo 49 del ET), estarán gravadas a la tarifa general, que para el año gravable 2019 es del 33%.

En segundo lugar, con la modificación del artículo 245 del Estatuto Tributario, se establece que a los dividendos pagado a sociedades u otras entidades extranjeras sin domicilio principal en el país y a personas naturales no residentes en Colombia, se les aplicará un tarifa del 7,5%, teniendo en cuenta que de excederse el umbral de la utilidad máxima susceptible de ser distribuida a título de ingreso no constitutivo de renta (conforme a numeral 3 y párrafo 2 del artículo 49 del ET), estarán gravadas a la tarifa general del artículo 240 del mismo Estatuto, que para el año gravable 2019 es del 33%.

Se debe tener en cuenta que, para el MILA, será objeto de tributación la utilidad que se obtiene de las acciones y los dividendos que se generan en virtud de la calidad de accionista. Hay que tener en cuenta que en la implementación de este modelo, se han celebrado los denominados convenios de doble tributación⁷¹ entre los países miembros. Esto quiere decir que los inversionistas colombianos, al declarar renta y acreditar los ingresos que se generaron

⁷¹ Actualmente, los tratados para evitar la doble tributación vienen a convertirse internacionalmente como el marco jurídico mínimo para establecer inversiones en los países, y como tales, figuran en las agendas de la política exterior de muchos países como instrumento básico para el desarrollo de una política de Estado orientada hacia el mejoramiento de las condiciones jurídicas necesarias para la inversión extranjera. (Cf. Ocampo, 2000).

en las acciones chilenas⁷², mexicana⁷³ o peruanas⁷⁴, tendrán la facultad de descontar de sus impuestos lo que se ha pagado en el país de origen del valor. (Bolsa de Valores de Colombia, pág. 52)

Por lo tanto, si un colombiano va a declarar renta y necesita acreditar los ingresos generados por la compra de acciones chilenas, podrá descontar esos impuestos que se han pagado allá. Es decir, si el emisor chileno ya ha pagado previamente el impuesto sobre la utilidad bruta, podrá, en virtud de los convenios de doble tributación, no pagar o pagar un menos valor en Colombia por dicho impuesto y se tendría como un descuento en su declaración de renta⁷⁵. (Bolsa de Valores de Colombia, pág. 52)

Constitución Política artículo 335

De igual forma, en su artículo 335, establece que: *“Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito”*.

⁷² “Tasa de retención del 35% acreditando el impuesto de primera categoría y la utilización de hasta un 65% del crédito generado del pago del impuesto. Aplica a personas jurídicas y naturales no domiciliados”. Tomado de: https://mercadomila.com/wp-content/uploads/2018/04/MILA_Info_Tributaria.pdf.

⁷³ “Retención del 10%. Aplica a personas jurídicas y naturales no domiciliados”. Tomado de: https://mercadomila.com/wp-content/uploads/2018/04/MILA_Info_Tributaria.pdf.

⁷⁴ “Retención en la fuente del 8% y desde el año 2019 será de 9.3%. Aplica personas naturales y jurídicas no domiciliados”. Tomado de: https://mercadomila.com/wp-content/uploads/2018/04/MILA_Info_Tributaria.pdf.

⁷⁵ En esta materia se debe seguir lo contemplado en el artículo 254 de Estatuto Tributario, el cual determina la forma en como se efectúa el descuento por impuestos pagados en el exterior, siempre teniendo en cuenta el límite de los descuentos, estipulado en el artículo 259 del mismo Estatuto.

Actividad de Intermediación en Colombia:

En el caso colombiano, el concepto de intermediación se encuentra abarcado en una categoría general, la cual es considerada como un conjunto de actividades reguladas, y en tal sentido, sujeta a unas normas y obligaciones de conducta propias. Razón por la cual, la normatividad vigente se encuentra encaminada a otorgarle la condición de profesionales del mercado de valores, a los sujetos que realizan, directa o indirectamente esta actividad. En este sentido, para efectos del presente capítulo resulta fundamental precisar cuál es la regulación aplicable a este tipo de entidades (Rincón Ospina, 2017, pág. 107).

En primer lugar, la Ley 964 de 2005, ley marco del mercado de valores, establece en el artículo 3° un listado de las actividades del mercado de valores. Dentro del mismo, en su literal b), menciona que: “*Serán actividades del mercado de valores [...] b) La intermediación de valores*”. Entendida esta como la realización de operaciones que tienen por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador, sea por cuenta propia o ajena. Igualmente, en el párrafo segundo del mismo artículo señala que:

“Únicamente las entidades constituidas o que se constituyan en Colombia podrán realizar las actividades del mercado de valores a que se refiere el presente artículo, salvo las previstas en los literales a) e i), casos en los cuales no será necesario constituir una sociedad en el país. Lo previsto en el presente párrafo se entiende sin perjuicio de la promoción de servicios a través de oficinas de representación o contratos de corresponsalia, conforme a lo dispuesto en las normas pertinentes”.

De acuerdo con la misma ley, y del artículo citado, es pertinente mencionar que las actividades del mercado de valores, incluidas las de intermediación, únicamente podrán ser ejecutadas por las entidades que cuenten con una autorización por parte del Estado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Por su parte, en el Decreto 2555 de 2010 (Decreto Único), artículo 7.1.1.1.1, se determina lo que será entendido como actividad de intermediación en el mercado de valores colombiano, así:

“Constituye una actividad de intermediación en el mercado de valores [...]

- 1. La adquisición o enajenación en el mercado primario o secundario de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores- RNVE;*
- 2. La adquisición o enajenación en el mercado secundario de valores listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros por medio de las sociedades comisionistas de bolsa, así como la adquisición o enajenación en el mercado primario o secundario de valores listados en sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de bolsas de valores o de acuerdo o convenios de sistemas de negociación de valores o de registro de operaciones sobre valores;*
- 3. La realización de operaciones con derivados y productos estructurados que sean valores en los términos de los párrafos 3° y 4° del artículo 2 de la Ley 964 de 2005;*

4. *La adquisición o enajenación de valores extranjeros cuya oferta pública autorizada en el exterior haya sido reconocida en los términos del Título 2 del Libro 23 de la Parte 2 del presente Decreto.*

Parágrafo. Serán intermediarios de valores las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia con acceso directo a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores para la realización o registro de cualquier operación de intermediación de valores”.

Conforme con la normatividad anterior, queda claro que en el mercado de valores colombiano, la intermediación se encuentra exclusivamente en cabeza de las entidades que se encuentren constituidas bajo los lineamientos establecidos en la legislación vigente. Por su parte, en el Libro 3, artículo 7.3.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, podemos encontrar los deberes y requisitos especiales a los que se encuentran sometidos los intermediarios del mercado de valores, tales como patrimonio técnico, capitales mínimos, reglas sobre operaciones permitidas, manejo de información privilegiada, conflictos de interés, entre otros.

Ahora bien, en el artículo 7.1.1.1.2 del mismo decreto, se determina cuáles actividades serán entendidas como operaciones de intermediación en el mercado de valores:

“Son operaciones de intermediación en el mercado de valores [...]

1. *Las operaciones ejecutadas en el desarrollo del contrato de comisión para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores*

extranjeros; así como, las operaciones de adquisición y enajenación de tales valores ejecutadas en desarrollo de contratos de administración de portafolios de terceros y administración de valores.

2. *Las operaciones de corretaje sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros.*
3. *Las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores o listados en un sistema local de cotización de valores extranjeros, ejecutadas en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario, que no den lugar a la vinculación del fideicomitente o del constituyente respectivo a una cartera colectiva administrada por una sociedad fiduciaria.*
4. *Las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros, ejecutados por:*
 - a. *Las sociedades comisionistas de bolsa de valores en su calidad de administradoras de carteras colectivas y de fondos de inversión de capital extranjero.*
 - b. *Las sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de carteras colectivas, de fondos de pensiones voluntarias y de fondos de inversión de capital extranjero.*

- c. *Las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías en su calidad de administradoras de fondo de pensiones obligatorios, de fondos de pensiones voluntarias y de fondos de cesantías.*
 - d. *Las compañías de seguros en su calidad de administradoras de fondos de pensiones voluntarias, y*
 - e. *Las sociedades administradoras de inversión en su calidad de administradoras de carteras colectivas;*
5. *Las operaciones de colocación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores o de valores extranjeros listados en sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de bolsas de valores.*
6. *Las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores o listados de un sistema local de cotización de valores extranjeros, efectuadas por cuenta propia y directamente por los afiliados a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores. [...]*

Artículo 7.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010: También se considera operación de intermediación en el mercado de valores el ofrecimiento de servicios de cualquier naturaleza para la realización de las operaciones a que se refiere el artículo 7.1.1.1.2 del presente Decreto [...]

Como se ha mencionado, el mercado bursátil moviliza los recursos de los sectores superavitarios de la economía a los deficitarios de la misma, de manera que los proyectos

que excedan la capacidad económica de quienes demandan recurso, puedan llevarse a cabo, cumpliendo este mercado un papel fundamental dentro del desarrollo de la economía de un país (Ministerio de Hacienda - Banco Mundial - Fedesarrollo, 1996). A continuación, se expondrá por qué esta actividad es considerada como una de las más importantes, y por lo tanto, de especial seguimiento por parte del Gobierno, junto con los demás organismo de supervisión y control.

Importancia de la regulación de esta actividad:

El mercado de valores colombiano obedece a diversos presupuestos normativos que regulan cualquier actividad que se realice dentro del mismo. Es tanta su importancia, que la regulación ha ido evolucionando junto con las diferentes dinámicas del mercado que se han presentado a lo largo de la historia, con el propósito de mantener una protección eficiente de las personas que confían su ahorro a los diferentes actores que participan en el mercado (Martínez Neira, 2000).

Ahora bien, en Colombia, mediante la expedición de la Constitución Política de 1991, se consagra a la actividad económica como un objetivo del Estado, otorgándole facultades de intervención y control al ejecutivo para salvaguardar el sistema financiero, bursátil y asegurador. La Constitución, contiene desde su preámbulo que la misma fortalecerá “[...] *dentro de un marco jurídico, democrático y participativo que garantice un orden político, económico y social justo* [...]”. Lo anterior, como un principio orientador que establece un marco jurídico esencial para la estructuración y funcionamiento de la actividad económica (ver Apéndice, Constitución Política artículo 335).

Por su parte, en el artículo 150 numeral 19 de la Carta:

“Corresponde al Congreso hacer las leyes, Por medio de ellas ejerce las siguientes funciones [...] 19. Dictar las normas generales, y señalar en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno para los siguientes efectos: [...] d) Regular las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público”.

Cabe señalar que al ser la actividad económica un hecho cambiante, adaptable a las circunstancias de tiempo, modo y lugar en la que se encuentre la economía colombiana, resulta necesario que el poder legislativo dicte normas generales sobre las cuales el Gobierno Nacional pueda regular, a través de actos administrativos, el ejercicio de las actividades bursátil, financiera y aseguradora. La Corte Constitucional ha indicado que la normatividad jurídica emanada de autoridades administrativas o de entes autónomos debe acatar las disposiciones de la ley, tanto en su sentido material como formal.

Lo anterior, en concordancia con el artículo 189 numeral 25 de la Constitución, que afirma:

“Corresponde al Presidente de la República como Jefe de Estado, Jefe del Gobierno y Suprema Autoridad Administrativa [...] 25. Organizar el Crédito Público; reconocer la deuda nacional y arreglar su servicio; modificar los aranceles, tarifas y demás disposiciones concernientes al régimen de aduanas, regular el comercio exterior; y ejercer la intervención en las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos provenientes del ahorro de terceros de acuerdo con la ley”.

En ese sentido, el Gobierno nacional adquiere la facultad de intervenir en la actividad financiera, bursátil y aseguradora por medio normas administrativas que, debido a la inflexibilidad de las normas legales, transfiere su poder a los diferentes organismos de la administración pública, otorgándoles unas facultades precisas para regular detallada y exhaustivamente el comportamiento de los agentes en los distintos mercados.

El último precepto constitucional que se pretende resaltar, es el que se encuentra establecido en el Capítulo VI, artículo 372 de la Carta Política, según el cual: “*La Junta Directiva del Banco de la República será la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, conforme a las funciones que le asigne la ley [...]*”. En la Junta podemos encontrar al Ministro de Hacienda que, en conjunto, expiden la reglamentación en materia cambiaria, de inversiones de capital extranjero en el país, así como de las inversiones colombianas en el exterior.

Una vez expuesta la normatividad proveniente de la Carta Política, cabe resaltar las diferentes leyes que se han expedido conforme a las atribuciones otorgadas en la misma. En ese sentido, el legislador ha determinado el marco general sobre el cual el ejecutivo deberá orientar sus disposiciones, así como la forma en la que interviene en el mercado bursátil, con el objetivo de salvaguardar el bienestar económico y social, derivado del interés público (Correal García, 2003). Ya se realizó una breve introducción a algunas de las siguientes, sin embargo, resulta imperioso resaltar:

- a) En principio la Ley 27 de 1990, por medio de la cual se dictaron normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores; contribuyendo al restablecimiento de la confianza en el sistema bursátil.

En la misma, se buscaba introducir la facultad de autorregulación bursátil, pues el otorgó a las bolsas de valores una estructura que facilitó el control interno que las mismas deben desarrollar, con miras al cumplimiento de sus funciones⁷⁶.

- b) La Ley 45 de 1990, por la cual se modificó el marco aplicable a la supervisión y regulación del sector financiero, interviniendo la actividad y permitiendo la expedición de normas en materia de intermediación financiera, incorpora disposiciones referentes a la regulación prudencial de las sociedades comisionistas de bolsa, su organización y, en general, el ejercicio de su actividad en el marco del mercado de valores.
- c) El Decreto 663 de 1993 (Estatuto Orgánico del Sistema Financiero): como mencionamos anteriormente, en éste decreto fue incorporada la Ley 35 de 1993, junto con sus posteriores modificaciones, Ley 510 de 1999 y 795 de 2003. Resulta ser de gran importancia debido a que compila en un mismo cuerpo la estructura y organización del sistema financiero colombiano. Igualmente, se fijan los presupuestos de inspección, vigilancia y control por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia a las entidades que integran el mercado bursátil colombiano.
- d) La Ley 35 de 1993 (Ley Marco) constituye un hito en el sector financiero nacional, debido a que se señalaron los criterios y objetivos bajo los cuales el Gobierno Nacional debía sujetarse para la intervención en la actividad financiera, bursátil y

⁷⁶ Exposición de motivos. Ley 27 de 1990.

aseguradora. Cabe resaltar que esta ley fue incorporada en el Decreto 663 de 1993 (Estatuto Orgánico del Sistema Financiero) y modificada y parcialmente subrogada por la Ley 964 de 2005 en lo que compete al mercado de valores.

- e) La Ley 795 de 2003, modifica el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, introduciendo elementos sustanciales aplicables a ámbitos correspondientes a: operaciones permitidas a las entidades vigiladas, régimen institucional del sector financiero, otorgamiento de facultades de intervención al Gobierno Nacional, régimen sancionatorio. Igualmente, se expide una regulación específica para las instituciones financieras especiales que cuentan con aportes provenientes del estado (Omaña Gómez, 2004).
- f) La Ley 510 de 1999, modificatoria del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, dicta disposiciones en relación con el sistema financiero y asegurador, junto con el mercado de valores, estableciendo temas tan importantes como son: el régimen de capital de las instituciones financieras, facultades de intervención del Gobierno Nacional, régimen de inversiones de capital, disposiciones relativas a la Superintendencia Bancaria (hoy día Superintendencia Financiera), entre otras disposiciones relativas a la actividad financiera y del mercado de capitales (superando el concepto puramente bursátil que había primado hasta el momento).
- g) Se pretende resaltar de manera más importante y fundamental la Ley 964 de 2005 – LEY DEL MERCADO DE VALORES-, la cual ya fue mencionada anteriormente, y comprende una unificación de los lineamientos del mercado de valores, buscando adecuar el mismo a unos estándares internacionales como son los principios IOSCO

y la modernización del mercado de valores nacional instituyendo el concepto de valor, dictando medidas para la intermediación del mercado de valores, dotando a los supervisores financieros de nuevas herramientas sancionatorias y disponiendo la Fusión de las entidades financieras.

De igual forma, mediante esta ley se introducen funciones adicionales a la Superintendencia Financiera, se establece un régimen de protección a los inversionistas, entre otros asuntos de gran importancia en el mercado de valores.

- h) Por último, la Ley 1328 de 2009, por medio de la cual se establece dentro de nuestro ordenamiento jurídico lo que se conoce como la Protección del Consumidor Financiero. Mecanismo adoptado en el sector financiero, asegurador y bursátil para garantizar que exista un procedimiento idóneo para salvaguardar los derechos de los consumidores de estos servicios. De igual forma, esta ley introduce modificaciones relevantes en materia de inversión en valores emitidos en el extranjero, amplía las operaciones permitidas para las compañías de financiamiento y establecimientos de crédito, modifica las funciones del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, así como define unos criterios de intervención por parte del Gobierno Nacional respecto al régimen de pensiones.

Una vez expuestas las principales normas constitucionales y legales que rigen el mercado de valores colombiano, es necesario determinar que, existen reglamentos emanados por parte de autoridades administrativas que han permitido el adecuado funcionamiento del mismo,

adaptándose más rápidamente a los cambios económicos y sociales del país. Por esta razón, se enuncian los que, se considera, son los más importantes para la presente investigación:

- a) En nuestro ordenamiento jurídico existen diferentes tipos de decretos, dentro de los cuales podemos encontrar unos de intervención y otros de reglamentación. El Decreto 2555 de 2010 hace parte de los primeros, pues el presidente de la República expidió las diferentes normas que quedaron compiladas en el mismo, en virtud de su facultad regulatoria, con el propósito de que, a través de este decreto de intervención, se unificara y regulara la normatividad del sector financiero, asegurador y del mercado de valores. Así pues, con la entrada en vigencia de este decreto, se derogan y vuelven a expedir la mayoría de decretos sobre temas financieros que se habían expedido hasta la fecha al recogerlos en una única compilación o cuerpo normativo, al que se debe incorporar cualquier reglamentación que sea expedida en materia financiera (Abella Abondano, 2017, pág. 194).

- b) El Decreto 1068 de 2015, al igual que el anterior, también es de intervención, surge de la búsqueda de una mayor seguridad jurídica y una eficiente aplicación del sistema regulatorio en el sector, por lo que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público expide, en el año 2015, este Decreto Único Reglamentario del Sector Hacienda y Crédito Público, cuerpo normativo en el cual se compila la reglamentación sobre el régimen cambiario, de inversiones de capital extranjero en el país (tanto inversión directa como indirecta), de inversiones colombianas en el exterior y algunas normas relativas a divisas (Bolsa de Valores, s.f., p. 7).

- c) En la Circular Externa 029 de 2014 (Circular Básica Jurídica) expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia, como autoridad de supervisión en materia financiera en nuestro país. Por lo tanto, se debe tener en cuenta que esta circular es una manifestación de las facultades de inspección, vigilancia y control, que ejerce la SFC frente a sus vigilados por medio de instrucciones. Igualmente, resulta pertinente mencionar que, estas Circulares Externas, hacen parte de las instrucciones por medio de las cuales la SFC expide normas generales de imperativo cumplimiento para las entidades vigiladas; fija doctrina o manifiesta su posición institucional frente a los temas que son de su competencia.
- d) En cumplimiento de los objetivos de la Superintendencia Financiera de Colombia, se expidió la Circular 100 de 1995 (Circular Básica Contable y Financiera) y sus respectivas modificaciones y actualizaciones, en la cual se reúnen los diferentes instructivos que actualmente se encuentran vigentes en materia contable y financiera y que no se encuentran expresamente reglados en el NIC-NIIF tales como los capítulos relacionados con los sistemas de administración de riesgos financieros (Crédito, Liquidez, Mercado, Operativos), así como los requerimientos de información que las entidades deben reportar a esta autoridad.

Una vez expuesta la importancia de la regulación en materia del mercado de valores, nos adentraremos a analizar las normas correspondientes a la intermediación de los países que hacen parte del MILA, con el fin de determinar sus diferencias e identificar los obstáculos

que han presentado para la integración eficiente de las plazas bursátiles de los países miembros.

BIBLIOGRAFÍA

- Abella Abondano, G. D. (2017). Las crisis en los mercados de valores y su incidencia en la regulación. En G. D. Palomino, *Régimen del mercado de valores* (Vol. 1, pág. 194). Bogotá, Cundinamarca, Colombia: Universidad de los Andes.
- Alarcón, L. F. (2017). *Construyendo las bases de la nueva Misión del Mercado de Capitales en Colombia*. Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá.
- Alianza del Pacífico. (30 de junio de 2018). *Anexo de Servicios Colombia*. Obtenido de <https://alianzapacifico.net/download/anexo-de-servicios-colombia/>
- Alianza del Pacífico. (3 de marzo de 2018). *Protocolo Adicional al Acuerdo Marco de la Alianza del Pacífico*. Obtenido de Alianza del Pacífico: <https://alianzapacifico.net/download/protocolo-adicional-al-acuerdo-marco-de-la-alianza-del-pacifico/>
- Alvarado Velásquez, N. J. (2001). Estrategias y propuestas para desarrollar el mercado de acciones en las bolsas de valores de Iberoamérica.
- Álvarez Londoño, L. F. (2007). *Reflexiones sobre derecho global*. (JAVEGRAF, Ed.) Bogotá, Cundinamarca, Colombia: Pontificia Universidad Javeriana.
- Arbuet Vignali, H. (2004). *Claves Jurídicas de la Integración*. Buenos Aires, Argentina: Rubizanal-Culzoni Editores.
- Asociación Latinoamericana de Integración. (Febrero de 2008). *aladi.org*. Obtenido de [http://www.aladi.org/nsfaladi/reuniones.nsf/0b90d092aebabefe032577d2004c0435/8546a3cac719add2032577d2004fb20f/\\$FILE/1.GATS%20Introduccion.ES.pdf](http://www.aladi.org/nsfaladi/reuniones.nsf/0b90d092aebabefe032577d2004c0435/8546a3cac719add2032577d2004fb20f/$FILE/1.GATS%20Introduccion.ES.pdf)
- Baldwin, R. (Abril de 2011). *21st Century Regionalism: Filling the gap between 21st century trade and 20th century trade rules*. Obtenido de https://www.wto.org/english/res_e/reser_e/ersd201108_e.pdf
- Banco Asiático de Desarrollo. (2012). *Asian Development Bank Institute*. Obtenido de <https://www.adb.org>
- Behar, J., Giacalone, R., & Mellado, N. (2001). *Integración regional de América Latina-Procesos y actores*. Instituto de Estudios Latinoamericanos- Universidad de Estocolmo.
- Beltrán More, L. N. (2016). *20 años después del proceso de apertura económica: más mercados con poca diversificación exportadora*. Bogotá: Universidad Sergio Arboleda.

- Bergez, T. G. (19 de Abril de 2017). *Integración comercial en América Latina: estudio de políticas económicas aplicadas a través de los bloques regionales (Mercosur/Alianza del Pacífico)*. Recuperado el Febrero de 11, de <http://www.obela.org/system/files/Integrac%20Mercosur-Alianza%20P.pdf>
- Banco de la República de Colombia. (2017). Circular Reglamentaria Externa DCIN-83. Recuperado de: <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/reglamentaci-n/circular-reglamentaria-externa-dcin-83-del-26-julio-2017-asunto-10>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2018). Circular Única BVC. Recuperado de: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas_Administrados/Renta_Variable
- Bolsa de Valores de Colombia. (2018). Reglamento General BVC. Recuperado de: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas_Administrados/Renta_Variable
- Bolsa de Valores de Colombia. (28 de octubre de 2010). *Aspetos jurídicos de la integración de los mercados de Perú, Chile y Colombia*. Obtenido de https://mercadomila.com/wp-content/uploads/2018/04/Presentacion-Congreso-Financiero_-Aspectos-Juridicos-de-la-Integracion.pdf
- Bolsa de Valores de Colombia. (s.f.). *Documento General de Producto Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)*. Recuperado el febrero de 2019, de https://issuu.com/issuubvc/docs/gu__a_de_producto_-_mila
- Bolsa de Valores de Colombia. (s.f.). *Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el febrero de 2019, de http://www.bvc.com.co/recursos/Files/Mila/Manual_Uusuario_MILA_Gestion.pdf
- Buelvas, E. P. (2016). *Incidencias regionales y globales de la Alianza del Pacífico*. (U. P. S.A.C., Ed.) Gedisa S.A.
- Colombia, B. (s.f.). Recuperado el Febrero de 2019, de <http://www.businesscol.com/comex/incoterms.htm>
- Colombia., B. d. (n.d.). *Guía para inversionistas extranjeros y perfil del mercado colombiano*. Retrieved 2018, from http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Inversionistas/Como_Invertir_en_Colombia?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=577588e0_1347f40f8d9_64750a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyname=Attachment&com.tibco
- Comercio, O. M. (s.f.). Obtenido de https://www.wto.org/spanish/docs_s/legal_s/04-wto_s.htm

- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (1994). Open regionalism in Latin America and the Caribbean: Economic integration as a contribution to changing productions patterns with social equity.
- Comisión Europea. (Febrero de 2019). Obtenido de https://ec.europa.eu/europeaid/sectors/economic-growth/regional-integration_en
- Constitución Política de Colombia [Const]. Julio 7 de 1991 (Colombia).
- Congreso de Colombia (Julio 08 de 2005). Ley 964 de 2005. D.O. 45063.
- Congreso de Colombia. (Febrero 20 de 1990). Ley 27 de 1990 (Colombia).
- Cornford, A. (2004). Las negociaciones de la Organización Mundial de Comercio (WTO) en servicios financieros: temas actuales y direcciones futuras. *Boletín del CEMLA*, 188-204.
- Correal García, J. (2003). *La autorregulación bursátil en el mercado de valores colombiano*. Pontificia Universidad Javeriana, Ciencias Jurídicas. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana.
- De La Torre, R. E., & Márquez, Y. P. (2013). *Principios de derecho comercial*. Bogotá : Temis S.A.
- Dromi, R., Ekmekdjian, M., & Rivera, J. (1995). *Derecho comunitario - Régimen del Mercosur* (Vol. 2). (E. c. Argentina, Ed.) Argentina.
- Espinel Benítez, C. A. (14 de 10 de 2015). La costumbre en el ordenamiento jurídico privado colombiano: visión desde la teoría analítica del derecho y la teoría de la integración estratégica. *ADVOCATUS*, 13, 176.
- Federación Iberoamericana de Bolsas . (2015). *Integración financiera regional: la mejor ruta a seguir* . Bogotá: FIAB.
- Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. (2001). *Estrategias y propuestas para desarrollar el mercado de acciones en las bolsas de valores de Iberoamérica*. Bogotá: Bolsa de Bogotá .
- Fedesarrollo, M. d.-B. (1996). Misión de estudio del mercado de capitales. *Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo*, 14-90.
- Figuroa, G. H. (2016). *El rol de los reguladores y supervisores de la Alianza del Pacífico: apoyo que contribuye a las iniciativas de integración de los mercados de valores*. Obtenido de <http://www.rimv.org/es/revista-2016-julio/articulo/resumen/1128/el-rol-de-los-reguladores-y-supervisores-de-la-alianza-del-pacifico-apoyo-que-contribuye-a-las-iniciativas-de-integracion-del-los-mercados-de-valores>.

- García, J. S., Corzo, R. F., & Rueda, É. M. (2005). Negociaciones internacionales de servicios financieros: la experiencia internacional en el camino recorrido por Colombia. *Desafíos*, 12, 63-92.
- Garré Copello, B. (1991). *El Tratado de Asunción y el Mercado Común del Sur: los megabloques económicos y América austral*. Editorial Universidad.
- George, S. (2014). *The Pacific Pumas: An Emerging (Pacific Alliance) Model for Emerging Markets*. Washington: Bertelsmann Foundation y Global Economic Dynamics.
- González, M. P. (2010). *Emisión y adquisición de acciones extranjeras en el mercado de valores colombiano*. Obtenido de https://biblioteca.uniandes.edu.co/visor_de_tesis/web/?SessionID=L1Rlc2lzXzEyMDExMTIwMC8xMDcucGRm#page=1&zoom=auto,-127,792
- Guaque, N. R. (2017). La oferta pública como una actividad del mercado de valores. En A. A. Varón Palomino, *Régimen del mercado de valores* (Vol. 2). Bogotá, Colombia: Temis Ed.
- Gutiérrez, M. O. (2015). Hacia la Internacionalización del Derecho Comercial Colombiano en la actualidad jurídica colombiana de principios del siglo XXI. *ADVOCATUS, Volumen 12 No. 25:31*, 43.
- Hernández, J. B., & Muñoz, L. A. (2015). *Comercio y evolución de la Alianza del Pacífico*. Equidad Desarro.
- Instituto para la Integración de América Latina - Junta del Acuerdo de Cartagena. (1995). *Estrategias de desarrollo e integración en el grupo Andino*. Lima, Perú: JUNAC-INTAL.
- International Monetary Fund. (30 de Marzo de 2016). *Financial Integration in Latin America*. Recuperado el Febrero de 15, de International Monetary Fund: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/030416.pdf>
- International Organization of Securities Commissions. (2017). *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation [IOSCO]*. Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>
- Javier De la Cruz González, E. S. (2015). *Integración financiera regional: la mejor ruta a seguir*. (F. I. Bolsas, Ed.)
- Junta Directiva del Banco de la República de Colombia. (2000). Resolución Externa 8. Recuperado de: <http://www.banrep.gov.co/es/reglamentacion-temas/5444>

- Kamiche, J. D. (2014). *MILA: ¿Mejor Intermediación Latinoamericana?* Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Karl Habermeyer, V. A.-B. (2013). *La liberalización y el manejo de los flujos de capital: Una visión institucional* (Vol. 15). Revista de Economía Institucional.
- Legler, T. (2010). El perfil del multilateralismo latinoamericano. *Foreign Affairs Latinoamérica*, 10(3).
- López, C. F. (2012). *Emisión de valores de residentes colombianos en el exterior y de extranjeros en Colombia*. (Vol. 6). (G. e. Ibañez, Ed.) Bogotá, Cundinamarca, Colombia: Pontificia Universidad Javeriana.
- M. A., A. G., & A. P. (27 de febrero de 2018). *Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el febrero de 2019, de Unidad de Regulación Financiera: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/boletines?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=3a99dc37_161d855577c_45b3c0a84ca9&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa0
- Mann, D. P. (2015). *Integración financiera en economías emergentes*. Obtenido de <http://repositorio.uchile.cl/handle/2250/132018>
- Martínez Castillo, A. (2015). *From the Community of Andean Nations (CAN) to the Common Market of South (Mercosur): A New Integration Strategy for Venezuela*. Obtenido de <http://dx.doi.org/10.7440/colombiaint83.2015.08>.
- Martínez Castillo, A. (2016). Alianza del Pacífico y Mercado Común del Sur: dos enfoques de integración económica regional. *Papel Político* 21, 469-494.
- Martínez Neira, N. H. (2000). *Catedra de Derecho Bancario colombiano*. Bogotá: LEGIS.
- Medellín Forero, C. (2014). *Lecciones de derecho romano*. (E. Legis, Ed.) Bogotá, Colombia.
- Mercado Integrado Latinoamericano. (noviembre de 2010). *Mercado MILA*. Obtenido de https://mercadomila.com/wp-content/uploads/2018/04/Presentacion-Modelo-Operativo-y-Aspectos-Juridicos.pdf?fbclid=IwAR19vWNRZ4HebEO6dZKouBotuI0cZXqpDqSIF5XKlfw3ycaS8l_LZFut9M
- Mercado Integrado Latinoamericano. (s.f.). *Aplicación Régimen Cambiario en Colombia*. Obtenido de <https://mercadomila.com/wp-content/uploads/2018/04/Aplicacion-Regimen-Cambiario-en-Colombia.pdf>
- Mercado Integrado Latinoamericano. (s.f.). *More diversity, better investment opportunities*. Recuperado el febrero de 2019, de More diversity, better investment opportunities: <http://www.javeriana.edu.co/personales/hbermude/Audire/ftv.pdf>

- Ministerio de Hacienda - Banco Mundial - Fedesarrollo. (1996). *Misión de estudios del Mercado de Capitales. Informe final*. Bogotá.
- Ministerio de Relaciones Exteriores. (1996). *Estrategia de Colombia en el Pacífico* (Vol. 2). (Ú. Ediciones, Ed.) Colombia: Impreandes Presencia S.A.
- Ministerio de Relaciones Exteriores. (s.f.). *Estrategia de Colombia en el Pacífico* (Vol. 2). Colombia: Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo.
- Observatorio Estratégico de la Alianza del Pacífico. (2018). *Estudio sobre comercio de servicios en la Alianza del Pacífico*. Chile: Universidad Católica de Chile.
- Omaña Gómez, M. (2004). Revisión de la Ley 795 de 2003 o de reforma financiera. *Revista Facultad de Derecho y Ciencias Políticas*. Obtenido de Revistas UPB: <https://revistas.upb.edu.co/index.php/derecho/article/view/6698/6163>
- Organización Internacional de Comisiones de Valores. (Septiembre de 1998). *IOSCO*. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>
- Organización Internacional de Comisiones de Valores. (Septiembre de 1998). *Objetivos y principios para la regulación de los mercados*. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>
- Organización Mundial del Comercio. (s.f.). Obtenido de https://www.wto.org/spanish/thewto_s/whatis_s/tif_s/fact2_s.htm
- Organización Mundial del Comercio. (1947). *Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio*. Obtenido de GATT: https://www.wto.org/spanish/docs_s/legal_s/gatt47.pdf
- Ospina, F. R. (2017). Aspectos básicos del derecho del mercado de valores. En G. D. Palomino, *Régimen del mercado de valores* (Vol. 1). Bogotá, Cundinamarca, Colombia: Universidad de los Andes.
- Pacífico, A. d. (2018). *Alianza del Pacífico*. Obtenido de <https://alianzapacifico.net/en/xviii-reunion-de-ministros-de-finanzas-de-la-alianza-del-pacifico/>
- Pacífico, A. d. (2018). *Visión estratégica de la Alianza del Pacífico al año 2030*. Alianza del Pacífico.
- Perales, J. A. (2007). Regionalismo e integración en América Latina: balance y perspectivas. 75-106.

- Prieto, A. M., Caballero, I., & M. G. (24 de enero de 2017). *Unidad de Regulación Financiera*. Obtenido de Publicaciones URF: <http://www.irc.gov.co/webcenter/content/conn/MHCPUCM/path/Contribution%20olders/SitioWeb/urf/ProyectoDecreto/a2017/DOCUMENTO%20ASESOR%C3%8DA%20PUBLICADO%20ENE2017%20%28002%29.pdf>
- Ravassa Moreno, G. J. (2002). *Derecho Mercantil Internacional, Principios y Normas*. Bogotá: Ediciones Jurídicas Gustavo Ibañez.
- República, P. d. (24 de julio de 2018). *Presidencia*. Obtenido de <http://es.presidencia.gov.co/noticia/180724-Consejo-de-Ministros-de-Finanzas-de-la-Alianza-del-Pacifico-presenta-solidos-avances-en-integracion>
- Revista Portafolio . (25 de mayo de 2018). *Portafolio*. Obtenido de <https://www.portafolio.co/economia/regulacion-cambiara-banrepublica-517478>
- Rincón Ospina, F. A. (2017). Arquitectura de los mercados de valores. En G. D. Palomino, *Régimen del mercado de valores* (Vol. 1, pág. 107). Bogotá, Cundinamarca, Colombia: Universidad de los Andes.
- Roberto Dromi, M. A. (1996). *Derecho comunitario, Régimen del Mercosur* (Vol. 2). (E. c. Argentina, Ed.) Argentina: Ediciones ciudad Argentina.
- Roberto Dromi, M. A. (1996). *Derecho comunitario, Régimen del Mercosur* (Vol. 2). (E. c. Argentina, Ed.) Ediciones ciudad Argentina.
- Rodríguez Azuero, S. (2009). *Contratos Bancarios, su significación en América Latina*. Bogotá: LEGIS.
- Rodríguez G., J. P. (1998). *Comunidad Andina y MERCOSUR- Desafíos pendientes de la integración en América Latina*. Bogotá, Colombia: Ministerio de Relaciones Exteriores/Corporación Andina de Fomento.
- Romero Tapia, J. F. (2014). *Integrando mercados: MILA motor de la Alianza del Pacífico*. (U. P. (UPC), Ed.) Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC).
- Schamann Elvira, M. M. (2008). La integración de los mercados bursátiles. Experiencias y reflexiones. *Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario*, 29-31.
- Science, T. L. (19 de Julio de 2018). *The 1971 UK banking deregulation had a positive effect on firms*. Obtenido de <https://blogs.lse.ac.uk/businessreview/2018/07/19/the-1971-uk-banking-deregulation-had-a-positive-effect-on-firms/>
- Shamann, E. M. (13 de Enero de 2010). La integración de los mercados bursátiles. Experiencias y reflexiones. *Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario*, 32.

- Sobrino Heredia, J. M. (1997). Las Organizaciones Internacionales. En M. Velasco, *Las Organizaciones Internacionales* (pág. 37). Madrid: Tecnos.
- Sector Financiero, Asegurador y del Mercado de Valores. (15 de julio 2015). Decreto 2555 de 2010. DO: 47771.
- Sector Hacienda y Crédito Público. (26 de mayo 2015). Decreto 1068 de 2015. DO: 49523.
- Sistemas de cotizaciones. (24 de noviembre 2015). Decreto 2241 de 2015. Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010. DO: 49706.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2014). Circular Externa 029 de 2014. Bogotá.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2016). *Concepto 2016090119005*. Bogotá.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2016). *Concepto 2016090119-005*. Sistema de Cotización de Valores Extranjeros, Superintendencia Financiera de Colombia, Bogotá.
- Tapia Ladino, M. (2017). *Las fronteras, la movilidad y lo transfronterizo: Reflexiones para un debate*. Chile: Universidad Arturo Prat.
- Tapia, J. F. (2014). *Integrando mercados: MILA, motor de la Alianza del Pacífico*. Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC).
- Trujillo Acosta, I. A. (2014). *Sobre las ventajas de la Alianza del Pacífico para Colombia*. Bogotá: Revista Prolegómenos, Derechos y Valores.
- Valderrama Pulido, I. D. (2014). *Colombia en la integración regional de la Alianza del Pacífico*. Bogotá, Colombia: Universidad Militar Nueva Granada.
- Valencia, A. Z., & Ortiz, Á. M. (2016). *Derecho civil, parte general y personas* (Vol. 18). (Temis, Ed.) Bogotá: Temis.
- Variable, G. d. (s.f.). *Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el febrero de 2019, de https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercado+Global/Guia_MGC?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5ca02db5_13fcf8a69f5_30e50a0a600b&rp.revisionNumber=2&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.tar

ANEXOS

Entrevista a miembros del área de renta variable de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

– 19 de junio de 2018.

1. Hablemos un poco sobre el modelo MILA

ENTREVISTADO: EL MILA es el brazo financiero de la Alianza del Pacífico, pues nace como ese mercado de capitales que permite el flujo entre los cuatro países que lo conforman. Uno de los temas importantes del MILA es que, para competir con otros mercados a nivel global, más teniendo en cuenta que nuestros mercados son muy pequeños (en términos de capitalización bursátil, volúmenes negociados, entre otros), es conveniente tener una mayor visibilidad a nivel mundial, lo cual se alcanza cuando los mercados están unidos o integrados. La integración hace que, a nivel mundial, se perciba que en la región latinoamericana hay una mayor capitalización bursátil, hay un número considerable de emisores de diferentes sectores.

Otro tema importante del MILA es a quién va dirigido, se debe tener en cuenta que el MILA fue concebido como un modelo dirigido a las personas naturales, con el fin de facilitarle a estas el acceso a los diferentes mercados que hacen parte de esta integración: por ejemplo, si una persona natural quisiera invertir en acciones de Falabella en Chile, por fuera de este modelo, debería intentar contactar a un intermediario chileno y abrir una cuenta directamente en el depósito de ese país, haciendo el trámite mucho más complejo; mientras que, el MILA es un modelo que está basado en convenios de enrutamiento intermediado de órdenes, pues una comisionista colombiana celebra un convenio con la comisionista chilena (peruana o mexicana) haciendo que la operación sea mucho más sencilla, pues el inversionista solo debe

acudir al intermediario colombiano y, a través de él, se lleva a cabo toda la operación. Sin embargo, para un inversionista institucional no va a ser tan atractivo hacer este tipo de operaciones a través de una comisionista, pues le resulta más eficiente acudir directamente al mercado origen.

2. Conforme a lo ya explicado, ¿por qué para el cliente institucional no resulta atractivo utilizar plataformas como el MILA?

ENTREVISTADO: Al ser clientes institucionales, ya tienen establecido todo el canal para ir directamente al mercado de origen del valor que quieren adquirir, por lo que, al tener un contacto directo con el intermediario extranjero, no es necesario utilizar plataformas como el MILA. Además, se debe tener en cuenta la figura de custodios, la cual es muy importante en todos los mercados internacionales, pues permiten eficiencia en la operatividad; clientes institucionales como las AFP llaman a sus custodios (ej: SURA) y les piden que les ejecuten muchas operaciones por tarifas muy pequeñas, lo cual se debe a que el volumen de operaciones que hacen estas entidades son muy altos.

3. Si este no ha sido uno de los problemas que ha enfrentado el MILA en su desarrollo, ¿cuál sí podría ser?

ENTREVISTADO: El conocimiento del mercado es uno de los mayores problemas que ha tenido el MILA, pues: ¿cómo se puede lograr que al acudir una persona a donde un intermediario, este le ofrezca invertir en el MILA? Por lo general, a una persona natural le ofrecen invertir en los valores más líquidos que el trader conoce (que son las cinco acciones más líquidas).

Para que un intermediario pueda ofrecer productor MILA, sería necesario que se sentara a hacer un estudio más juicioso de estos mercados. De esta manera, se puede afirmar que la promoción del MILA depende, en gran medida, del conocimiento que los intermediarios tengan sobre los mercados que lo conforman. Todas las firmas comisionista deberían hacer una tarea de investigación económica de los mercados MILA, para hacer recomendaciones asertivas a sus clientes.

Un segundo problema ligado al conocimiento del mercado es el tema cultural, en Colombia y, en general, en Latinoamérica no hay una cultura de inversión en mercado de valores, pues todavía se le ve como una opción muy riesgosa.

Un tercer problema puede deberse a la falta de homogeneidad en los sistemas de negociación, pues el MILA funciona con convenios de enrutamiento intermediado, pero cada bolsa conserva su propio sistema de negociación y plataforma. Cada condición de negociación es diferente en cada uno de los mercados, por lo que los cuatro países deben ponerse de acuerdo en cómo se van a negociar los valores. Además, se debe tener en cuenta que, esta integración, debe garantizar que haya un flujo de información eficiente. Esta armonización en los sistemas de negociación es muy importante para permitir la eficiencia del modelo, tanto así que hoy día, se está migrando a un nuevo sistema de negociación. Esto problema se puede entender mejor en un ejemplo: nada más en Colombia hay tres pantallas 1) MILA Trader para Chile y Perú 2) Sentra para México 3) X-Stream para Colombia esto hace que ejecutar operaciones a través del MILA se vuelva dispendioso. Es por esto, que uno de los problemas más grandes en los que se está trabajando es la implementación de una nueva infraestructura llamada

INET, en donde se va a unir, en una sola, estas tres pantallas; todos los países están haciendo este tránsito, menos México. Al homogenizar estos sistemas de negociación, puede hacer del modelo MILA uno más eficiente en términos de costos y operatividad, lo cual puede hacer del MILA una plataforma más atractiva para clientes institucionales.

Un cuarto problema puede ser el tema cambiario, pues hay un riesgo de tasa de cambio debido a que hay cinco monedas diferentes, por lo que se deben hacer cambios de moneda, constantemente. Este tipo de riesgo no existe en la zona euro, por ejemplo, pues tienen una sola moneda: el euro. En cuanto a las obligaciones de registro que hay en materia cambiaria, este año se ha expedido normatividad que simplifica este procedimiento.

Un quinto problema puede ser el tema tributario, pues cada país tiene su propia regulación en la materia, por lo que, a pesar de haber una integración de las bolsas, el tratamiento tributario que se le da al inversionista no es homogéneo. Por esto, sería ideal poder armonizar este tema a futuro.

Un sexto problema es la administración del cliente luego de ejecutada la operación, pues, por ejemplo, no es sencillo saber cómo un inversionista puede ejercer los derechos que adquiere junto a la acción.

4. ¿Qué tanto se ha implementado la denominada “segunda fase” del MILA?

ENTREVISTADO: Ya está totalmente establecida la integración. En el año 2014 ingresó México a hacer parte de la misma. En un primer momento se propuso la negociación solo

sobre renta variable, pero hace un año y medio, la regulación permite que se pueda negociar también renta fija y derivados, sin embargo, operativamente todavía no se ha logrado.

5. ¿Consideran ustedes que se debe seguir fomentando e invirtiendo en el modelo MILA?

ENTREVISTADO: En primer lugar, se debe tener en cuenta que la inversión que se está es realmente en la BVC, solo que, termina teniendo también un impacto en el MILA.

En segundo lugar, la potencialidad del MILA, en este momento, se debe ver más allá de las cifras, porque: 1) Como ya se dijo, somos mercados muy pequeños frente al mundo, por ejemplo, Latinoamérica es tal solo el 2% capitalización bursátil a nivel global, por esto, es mejor tener una integración que nos dé más competitividad y visibilidad a nivel internacional. 2) El MILA tiene varias ventajas, tales como la diversificación en el portafolio de inversión; la posibilidad que tienen los emisores de los países MILA de quedar registrados, automáticamente, al mercado MILA al registrarse en la bolsa de alguno de estos cuatro países y, ligado a lo anterior, la mayor posibilidad que tienen los emisores de obtener capital, pues no solo tienen acceso a los inversionistas de su país, sino también a los de los demás países MILA 3) Las inversiones que puede llegar a generar el MILA, no son necesariamente realizada a través de su estructura, por ejemplo, el MILA puede hacer visible los mercados que la conforman, y atraer inversiones de EEUU a Chile o a Colombia, por esto, no es correcto medir el impacto del MILA solo en cifras. 4) El MILA supone una infraestructura con altos niveles de tecnología, por lo que, mantener a nuestro mercado de valores actualizado en el tema, trae un valor agregado muy importante en la promoción del MILA y

en general, del mercado bursátil colombiano, pues se está al día en estándares internacionales de tecnología.

En tercer lugar, se debe tener de presente que al hacer del MILA una modelo más eficiente en términos de costos y operatividad, las cifras pueden subir, pues este modelo se haría muchos más a tractivo.

En cuarto lugar, una propuesta para hacer del MILA una plataforma más atractiva para invertir, es a implementación del E-trading en este modelo. Esto puede generar una disminución en los costos de asesoría por parte del intermediario, pero puede suponer un aumento en el riesgo de la operación, pues el inversionista la ejecutaría sin ningún tipo de supervisión o asesoría.