

Primera parte

# Doctrina y Jurisprudencia



Revista de la Academia  
Colombiana de Jurisprudencia  
enero-junio, 2024

# DESAFÍOS LEGALES DE LA INTEGRACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES DE COLOMBIA, LIMA Y SANTIAGO

Ever Leonel Ariza Marín\*  
*Académico correspondiente*

**Resumen:** Recientemente las bolsas de valores de Colombia (BVC), Lima (BVL) y Santiago (BCS) informaron al mercado que han culminado satisfactoriamente el proceso de integración corporativa en el que venían trabajando desde 2022. El siguiente estadio consiste en la creación y puesta en operación de un mercado ampliado y único en la región, al cual han denominado *nuam exchange*.<sup>1</sup> Según lo que dichas bolsas informan, se espera que el proceso culmine en 2025.

En este artículo pretendo explicar, en primer lugar, cómo se llevó a cabo el proceso de integración corporativa de las bolsas. Posteriormente, explicaré cuáles, en mi opinión, son los posibles esquemas en que se lleve a cabo la integración de mercados. Por último, abordaré los que a mi juicio constituyen los desafíos legales más importantes que afrontan estas entidades para obtener un resultado exitoso en la integración de mercados.

**Palabras clave:** Bolsa de Valores de Colombia - BVC; Bolsa de Valores de Lima - Grupo BVL; Bolsa de Comercio de Santiago - BCS; bolsas de valores; integración de bolsas; integración de mercados bursátiles; Mercado Integrado Latinoamericano - MILA.

---

\* Profesor de Derecho Financiero y Bursátil en la Pontificia Universidad Javeriana de Bogotá. Árbitro del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá. Socio director en Ariza Marín Consultoría Jurídica. Contacto: [leonelariza@arizamarin.com](mailto:leonelariza@arizamarin.com)

<sup>1</sup> [www.nuamx.com](http://www.nuamx.com)

## LEGAL CHALLENGES OF THE INTEGRATION OF THE STOCK EXCHANGE OF COLOMBIA, LIMA AND SANTIAGO

**Abstract:** Recently, the stock exchanges of Colombia (BVC), Lima (BVL) and Santiago (BCS) informed the market that they have successfully completed the corporate integration process in which they have been working since 2022. The next stage consists of the creation and implementation operation of an expanded and unique market in the region, which they have called *nuam exchange*. According to what these exchanges report, the process is expected to complete in 2025.

In this article I intend to explain, first, how the corporate integration process of the stock exchanges was carried out. Subsequently, I will explain what, in my opinion, are the possible schemes in which market integration is carried out. Finally, I will address what in my opinion constitute the most important legal challenges that these entities face to obtain a successful result in market integration.

**Keywords:** Colombian Stock Exchange – BVC; Lima Stock Exchange - Grupo BVL; Santiago Stock Exchange – BCS; Stock exchanges; integration of exchanges; integration of stock markets; Latin American Integrated Market - MILA.

### Introducción

El 9 de marzo de 2022 se firmó un acuerdo entre “ciertos accionistas”<sup>2</sup> de las bolsas de valores de Colombia (BVC), Lima (BVL) y Santiago (BCS), al cual se denominó “Acuerdo Marco de Integración” (AMI). El objeto de este acuerdo se contrajo, principalmente, a establecer obligaciones a cargo de las partes para que, a través de determinados actos jurídicos, se perfeccionara la integración.<sup>3</sup>

De manera previa, los directorios de las bolsas habían aprobado<sup>4</sup> seguir adelante con un

... proceso de integración y construcción de un mercado único para los actores de los mercados de la BVC, del Grupo BVL y de la BCS al que puedan acceder en igualdad de condiciones y por tanto negociar y liquidar los valores registrados en los tres países, a través de una única plataforma

---

<sup>2</sup> La expresión “ciertos accionistas” se utilizó en el aviso de información relevante publicado por la BVC el día 8 de junio de 2023.

<sup>3</sup> El AMI entró en vigor el 23 mayo de 2022.

<sup>4</sup> Las aprobaciones se impartieron en las siguientes fechas: 29 de noviembre de 2021, el directorio de la BCS; 26 de noviembre de 2021, el directorio de Grupo BVL, y el 29 de noviembre de 2021, el consejo directivo de la BVC.

de negociación y cumplirlos a través de un sistema de compensación y liquidación.<sup>5</sup>

Conforme a lo establecido en el AMI, el perfeccionamiento de la integración estaba sujeto –principalmente, anoto yo– a la realización de unos “actos preparatorios” que debían ser ejecutados satisfactoriamente en Chile, Perú y Colombia. El AMI contiene, asimismo, las actividades mediante las cuales se llevaría a cabo el perfeccionamiento de la integración, y otras que debían ser realizadas por las bolsas con posterioridad a dicho perfeccionamiento.

Es necesario precisar, desde ya, que la integración de que trata el AMI tiene un alcance de carácter estrictamente societario, es decir, se refiere a la integración corporativa de las tres bolsas, mediante la realización de diversos trámites cuyo desenlace consistía en la constitución de una sociedad denominada Holding Bursátil Regional S.A., que se convertiría en la matriz de dichas bolsas.

Un asunto distinto al trámite corporativo –aunque vinculado con él– lo constituye la integración de mercados, esto es, el procedimiento conforme al cual los sistemas de negociación existentes en cada bolsa se unifican para que en las tres jurisdicciones se puedan efectuar transacciones en el mismo horario, con la misma metodología, por todas las sociedades comisionistas miembros de las bolsas y con respecto a todos los valores inscritos en estas. Los pasos necesarios para llevar a cabo esta integración de mercados no están previstos en el AMI, pero algunos de ellos serán abordados más adelante en este escrito.

## **Integración corporativa de las tres bolsas**

### **Actos preparatorios**

Los accionistas de las bolsas establecieron en el AMI unos actos preparatorios que debían ejecutarse satisfactoriamente en Chile, Perú y Colombia, como presupuestos necesarios para que pudiera darse el perfeccionamiento de la integración corporativa. Cabe agregar que los actos preparatorios en algunos casos fueron decisiones que los accionistas debían gestionar al

<sup>5</sup> Véase el numeral 6 de las Consideraciones del AMI.

interior de cada bolsa y, en otros, implicaron tramitar autorizaciones ante las autoridades de supervisión e incluso obtener la expedición de normas gubernamentales necesarias para lograr el cometido propuesto. Me referiré a los que, en mi opinión, fueron los más importantes.

### *Actos preparatorios del cierre en Chile*

Chile fue el país escogido por los accionistas de las tres bolsas para establecer el domicilio de la nueva estructura corporativa surgida de la integración. Por tal razón, los accionistas de la BCS adquirieron el compromiso de escindir, constituir y fusionar algunas sociedades.

En primer lugar, llevaron a cabo la escisión de la BCS en dos sociedades: la BCS como tal, continuadora del negocio bursátil chileno, y otra que se denominó Sociedad de Infraestructuras de Mercado S.A. (SIM), a la que se transfirieron los activos y pasivos que no estaban relacionados con el negocio bursátil.

Así mismo, constituyeron una sociedad abierta denominada Holding Bursátil Chilena S.A. (HBC), con la obligación de incluir en sus estatutos la restricción de que ningún beneficiario real pueda tener más del 10% del capital accionario. Lo anterior evidencia el propósito de que tal entidad no estuviera sometida al control de una misma entidad o grupo económico.

Otro aspecto relevante con respecto a la HBC radica en que se acordó que su capital social debía ser suscrito por los accionistas de las tres bolsas involucradas y que el pago podría realizarse en especie, en la forma en que más adelante se explicará.

Por último, y una vez cumplidas ciertas condiciones, se comprometieron a fusionar la HBC –como sociedad absorbente– con la SIM, producto de lo cual surgió la Holding Bursátil Regional SA (HBR). Esta, una vez perfeccionada la fusión, se convirtió en la matriz de las tres bolsas.

De otra parte, los accionistas de la BCS se comprometieron a gestionar las autorizaciones gubernamentales necesarias para perfeccionar la integración y los traspasos de acciones que ello implicara.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Estas autorizaciones debieron tramitarse ante la Comisión del Mercado Financiero (CMF) y la Fiscalía Nacional Económica de Chile.

### *Actos preparatorios del cierre en Perú*

En esencia, los accionistas de la BVL se comprometieron a obtener de la Superintendencia del Mercado de Valores las autorizaciones necesarias para perfeccionar la integración y los traspasos de acciones que ello implicara.

### *Actos preparatorios del cierre en Colombia*

Los actos preparatorios que debieron ser ejecutados por los accionistas de la BVC estuvieron referidos, principalmente, a gestionar la expedición de los decretos que facilitarían la integración y eliminarían algunas limitaciones existentes. Cabe agregar que, en efecto, la integración corporativa, en el caso colombiano, estuvo precedida de la introducción de algunas modificaciones a la regulación vigente.

La primera, relacionada con la restricción estipulada en el artículo 2-a de la Ley 27 de 1990,<sup>7</sup> según la cual un mismo beneficiario real<sup>8</sup> no puede tener una participación superior al 10% del capital suscrito de una bolsa de valores. Conforme a esta disposición, la HBR no habría podido ser la matriz de la BVC, pues sobrepasaría el porcentaje antes indicado.

<sup>7</sup> Según la modificación introducida al texto por el artículo 54 de la ley 510 de 1999.

<sup>8</sup> El concepto de beneficiario real en Colombia está contenido en el artículo 6.1.1.1.3. del Decreto 2555 de 2010, en los siguientes términos: “Se entiende por beneficiario real cualquier persona o grupo de personas que, directa o indirectamente, por sí misma o a través de interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, tenga respecto de una acción de una sociedad, o pueda llegar a tener, por ser propietario de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, capacidad decisoria; esto es, la facultad o el poder de votar en la elección de directivas o representantes o de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción. /Para los efectos del presente decreto, conforman un mismo beneficiario real los cónyuges o compañeros permanentes y los parientes dentro del segundo grado de consanguinidad, segundo de afinidad y único civil, salvo que se demuestre que actúan con intereses económicos independientes, circunstancia que podrá ser declarada mediante la gravedad de juramento ante la Superintendencia Financiera de Colombia con fines exclusivamente probatorios. /Igualmente, constituyen un mismo beneficiario real las sociedades matrices y sus subordinadas. /Parágrafo. Una persona o grupo de personas se considera beneficiaria real de una acción si tiene derecho para hacerse a su propiedad con ocasión del ejercicio de un derecho proveniente de una garantía o de un pacto de recompra o de un negocio fiduciario o cualquier otro pacto que produzca efectos similares, salvo que los mismos no confieran derechos políticos.

La anterior limitación se superó mediante la expedición del Decreto 053 del 20 de enero de 2022, el cual adicionó el parágrafo 2 al artículo 6.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, que señala: *“En caso de integración de las bolsas de valores, la definición de beneficiario real establecida en el presente artículo podrá entenderse únicamente a nivel de la sociedad matriz resultante.”*

Significa lo anterior que el concepto de beneficiario real dejó de ser aplicable a una bolsa de valores colombiana cuando esta lleva a cabo un proceso de integración con otras. En ese caso, por tanto, la propiedad accionaria de la bolsa puede ser adquirida sin limitaciones por la matriz resultante del proceso. Cabe aclarar, no obstante, que la restricción no desaparece del mundo jurídico, sino que se traslada a la matriz una vez culminado el proceso de integración. Aplicado al caso concreto, ello se traduce en que un mismo beneficiario real no podrá tener una participación superior al 10% del capital suscrito de la HBR.

Se mencionó anteriormente que la HBR estableció en sus estatutos la limitación de que ningún beneficiario real pueda ser titular de más del 10% del capital social, asunto que resulta concordante con la restricción establecida en la regulación colombiana. No obstante, la Superintendencia Financiera de Colombia carece de competencia para controlar el cumplimiento de esta norma, dado que la HBR es una sociedad con domicilio en Chile, cuyas acciones aún no están inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).

Si bien en Colombia la acción de la HBR –bajo el nemotécnico NUAMCO– recién el pasado 11 de diciembre de 2023 fue incluida en el listado de cotización de valores del exterior administrado por la BVC, cuyo nombre comercial es Mercado Global Colombiano, ha de señalarse que tal listado está conformado por valores del exterior sobre los cuales la Superintendencia Financiera no ejerce ninguna labor de supervisión.<sup>9</sup>

Por tanto, la verificación del cumplimiento de la mencionada restricción le compete, de entrada, a la propia HBR, quien deberá establecer los controles necesarios para el efecto. En cuanto a autoridades de supervisión, la única que sería competente para adoptar algún tipo de medida correctiva, si se viola la restricción, es la Comisión del Mercado Financiero de Chile (CMF).

---

<sup>9</sup> Véase, en ese sentido, el artículo 2.15.6.1.13 del Decreto 2555 de 2010.

La segunda consecuencia de la modificación introducida por el Decreto 053/23 radica en que la HBR pudo adquirir más del 25% de capital suscrito de la BVC sin tener que realizar una OPA.<sup>10</sup> Sobre este particular, debe recordarse que en Colombia existe la obligación de realizar una OPA, cuando un mismo beneficiario real pretenda adquirir el 25% o más del capital con derecho a voto de una sociedad inscrita en bolsa. No obstante, dado que, a partir de la expedición del Decreto 053 el concepto de beneficiario real no aplica a la propia bolsa cuando realiza un proceso de integración, no fue necesario que la HBR realizara una OPA para adquirir acciones de la BVC por encima del porcentaje establecido.

En tercer lugar, el Decreto 053 también autorizó a los establecimientos de crédito para que pudieran invertir en el capital de sociedades matrices nacionales o internacionales resultantes de la integración de bolsas de valores. Con base en esta autorización, los establecimientos de crédito que eran accionistas de la BVC<sup>11</sup> pudieron adquirir acciones de la HBR efectuando el pago en la forma que se explicará más adelante.

De otra parte, y al igual que en los casos de Chile y Perú, los accionistas de la BVC adquirieron el compromiso de obtener de la Superintendencia Financiera las autorizaciones necesarias para perfeccionar la integración y los traspasos de acciones que ello implicara.

## **Perfeccionamiento de la integración corporativa**

### ***Condiciones precedentes***

El AMI estableció que el perfeccionamiento de la integración tendría lugar siempre que ocurriera el cumplimiento de las que se denominaron “Condiciones Precedentes”.<sup>12</sup> Estas condiciones fueron listadas en el AMI y se considerarían fallidas en caso de no cumplirse dentro de los 9 meses

<sup>10</sup> En la regulación colombiana (artículo 6.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010) un mismo beneficiario real no puede adquirir el 25% o más del capital con derecho a voto de una sociedad inscrita en bolsa sino mediante una OPA (Oferta Pública de Adquisición).

<sup>11</sup> De acuerdo con la información reportada por la BVC al RNVE con corte al 30 de septiembre de 2023, dentro de los 25 principales accionistas 8 eran establecimientos de crédito. Fuente: <https://www.superfinanciera.gov.co/SIMEV2/rnve/informesfinancieros/082/000004/8>

<sup>12</sup> Véase la Sección 3.4. del AMI.

siguientes –prorrogables<sup>13</sup>– a la fecha en que el AMI hubiera sido firmado por los accionistas titulares de por lo menos el 50% más una acción del capital social con derecho a voto de la BCS, la BVL y la BVC.

En particular, me referiré a las dos condiciones precedentes que considero más relevantes, sin que ello signifique que las demás no hubieran sido importantes.<sup>14</sup>

La primera, consistió en “que el perfeccionamiento y la materialización de los resultados y autorizaciones derivadas de todos los actos preparatorios [...] hubieren sido concluidos”. Como se mencionó, los actos preparatorios tenían capital importancia, pues estaban referidos a lograr la estructura corporativa definida por las bolsas para la integración, así como a obtener las autorizaciones de las entidades de supervisión o la expedición de la regulación que permitieran perfeccionar dicha estructura.

La segunda, estaba referida a obtener el compromiso de la mayoría de los accionistas de las tres bolsas para aportar el capital necesario para llevar a cabo el proceso de integración. Con ese propósito, se estipuló como condición que los accionistas titulares del 50% más una acción del capital social con derecho a voto de cada una de las bolsas, firmaran contratos de

---

<sup>13</sup> Se contempló la posibilidad de efectuar tres prórrogas de tres meses cada una.

<sup>14</sup> Las demás condiciones precedentes establecidas en el AMI fueron las siguientes: (ii) Que la FNE apruebe el Cierre, en forma pura y simple, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 54 letra a), 54 inciso final, 57 letra a) o 57 inciso penúltimo del DL 211) (la “Aprobación de Libre Competencia”). (iii) Que no exista una Ley, Acciones Legales, proceso o medida judicial o administrativa que esté dirigida a impedir, suspender, condicionar o declarar ilegal este Acuerdo o el perfeccionamiento de las transacciones contempladas en el mismo. “Acciones Legales” significa cualquier acción civil, administrativa o penal, u otro reclamo, demanda, arbitraje, solicitud de información, audiencia, requerimiento o auditoría; que involucre a cualquiera de las Bolsas, u otro procedimiento similar, cualquiera sea la sede o el procedimiento, ya sea judicial o administrativo, ante cualquier autoridad con capacidad de dictar sentencias, resoluciones o multas. (iv) Cada una de las declaraciones y garantías efectuadas y otorgadas por las Partes en este Acuerdo y en cualquier certificado entregado conforme al mismo, deberá ser verdadera y correcta en todos sus aspectos materiales, en cada caso en y a contar de la Fecha de Firma respecto de la Parte correspondiente, en y a contar de la Fecha de Inicio de Vigencia y en y a contar de la Fecha de Perfeccionamiento de la Integración como si hubiera sido efectuada y otorgada en esa fecha (excepto respecto de aquellas declaraciones y garantías que se refieren expresamente a una fecha o época específica, las que deben ser verdaderas y correctas a esa fecha o época). (v) Que no haya ocurrido un Efecto Material Adverso. Al respecto, la declaración de la ocurrencia del Efecto Material Adverso podrá ser requerida por cualquiera de las Partes, que en conjunto representen al menos el 30% de las Acciones del respectivo país.

suscripción de acciones de la HBC, conforme a una participación en el capital, previamente definida para cada bolsa y a la cual se hará referencia más adelante.

### *Actividades de perfeccionamiento*

Una vez se cumplieran en su totalidad las condiciones precedentes, asunto que debía ser informado por las bolsas a sus accionistas mediante una comunicación denominada “Notificación de Cierre”,<sup>15</sup> lo que procedía según el AMI era la realización de las actividades determinadas como necesarias para el perfeccionamiento de la integración corporativa. Las principales de estas actividades de perfeccionamiento fueron las siguientes:

#### **i. Suscripción de acciones**

La HBC debió colocar sus acciones de constitución, las cuales únicamente podían ser suscritas por los accionistas de las tres bolsas. Para el efecto, se estableció que los contratos de suscripción debidamente firmados debían hacerse llegar a la HBC a más tardar dentro de los cinco días hábiles siguientes a la notificación de cierre. De igual forma, se estableció que los contratos de suscripción estaban sometidos a la condición suspensiva consistente en que la HBC recibiera contratos de suscripción debidamente firmados que representaran el 50% más una acción del capital con derecho a voto de cada una de las tres bolsas.

Es importante resaltar que los contratos de suscripción de acciones de la HBC establecían que el pago de las acciones suscritas se realizaría en especie con acciones de la BCS, de la BVL y de la BVC. Para el efecto, los accionistas de cada bolsa efectuarían el traspaso de la propiedad a la HBC de las acciones que cada uno tuviera en la respectiva bolsa.

Con ese fin se establecieron previamente unos precios y una relación de intercambio entre las acciones de la HBC y las acciones de la BCS, la BVL y la BVC. Esta relación de intercambio también arrojó que los accionistas de la BCS tendrían una participación máxima en el capital de la HBC del 40%; los de la BVL del 20% y los de la BVC del restante 40%.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Véase la Sección 4.1. del AMI.

<sup>16</sup> Véase en anexo 7 del AMI.

Como se observa, el esquema adoptado permitía que en la práctica se llevara a cabo un intercambio de acciones, donde la HBC se hacía a la propiedad de la mayoría de las acciones de cada bolsa y los accionistas de las tres bolsas se convertían en los propietarios de las acciones de la HBC.

No obstante, con respecto a los contratos de suscripción de acciones se establecieron dos condiciones adicionales:

- La suscripción se sometió a la condición resolutoria consistente en que no se materializara la fusión entre la HBC y la SIM.
- El pago se sometió a la condición suspensiva consistente en que la fusión entre la HBC y la SIM se materializara.

## **ii. Fusión entre la HBC y la SIM**

Se estipuló que dentro de un plazo que no excedería de 45 días hábiles, contados desde la fecha del acto de suscripción, se deberían realizar asambleas (o juntas) extraordinarias de accionistas de las sociedades HBC y SIM, y votarse favorablemente en ellas la fusión de dichas sociedades, siendo la HBC la sociedad absorbente. A partir de la materialización de la fusión, la HBC cambiaría su nombre por el de HBR.

Se pactó también que la fusión estaba sometida a la condición suspensiva y se entendería perfeccionada una vez las acciones de primera emisión de la HBR fueran inscritas en el Registro de Valores de la CMF, lo cual debía ocurrir dentro de un plazo máximo de 12 meses, contados desde la fecha en que se celebraran las asambleas de accionistas en las que se aprobara la fusión.

Vencido este plazo sin que se hubiera efectuado la inscripción de las acciones de la HBR en el Registro de Valores de la CMF, se entendería acaecida la condición resolutoria de los contratos de suscripción de acciones y fallida la condición suspensiva del pago del precio de suscripción.

La inscripción de las acciones en el Registro de Valores de la CMF se llevó a cabo el 20 de octubre de 2023.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Conforme a la Resolución Exenta 7725 del 20 de octubre de 2023 de la CMF.

### iii. Efectos de las actividades de perfeccionamiento

De acuerdo con lo anterior, la materialización de la fusión a la que se hace referencia representaba un hito de la mayor relevancia en la integración corporativa de las tres bolsas.

De allí que es importante señalar que, conforme a la información relevante publicada por la BVC,<sup>18</sup> la materialización de la fusión ocurrió el día 14 de noviembre de 2023. Como consecuencia de lo anterior, ocurrieron los siguientes hechos:

1. La HBC cambió su nombre por el de Holding Bursátil Regional SA (HBR).
2. Falló la condición resolutoria de los contratos de suscripción firmados por los accionistas de las tres bolsas.
3. Se cumplió la condición suspensiva del pago de las acciones de la HBR suscritas por los accionistas de las tres bolsas, y, por tanto, en la fecha indicada se consideró efectuado el pago.
4. En virtud de lo anterior, la HBR se convirtió en la controlante directa de la BCS, la BVL y la BVC y en la controlante indirecta de sus respectivas filiales. En el caso colombiano, la HBR adquirió la titularidad del 88,08% del capital social de la BVC.<sup>19</sup>
5. A los accionistas de las tres bolsas les fueron transferidas, mediante anotación en cuenta, las acciones de la HBR que habían suscrito.

Ocurridos los hechos anteriores se consideró perfeccionada la integración corporativa de las tres bolsas, las que a partir de la fecha indicada se convirtieron en sociedades filiales de la HBR domiciliada en Chile.

#### *Actividades posteriores al perfeccionamiento de la integración corporativa*

El AMI también incluye una serie de actividades que las partes debían realizar con posterioridad al perfeccionamiento de la integración corporativa. En mi opinión, algunas de esas actividades tienen capital importancia e

<sup>18</sup> Lo propio informaron la HBR y la BCS en Chile, y el Grupo BVL, en Perú.

<sup>19</sup> Según información relevante publicada por la BVC el 14 de diciembre de 2023.

incidencia en los mercados bursátiles de las tres jurisdicciones, como pasa a explicarse.

### **i. Actividades relacionadas con la inscripción y depósito de acciones de la HBR**

De acuerdo con el AMI, la HBR debe inscribir sus acciones en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y en la BVC. A la fecha –marzo 5/23– estas inscripciones no se han efectuado. Sin embargo, a partir del momento en que las acciones de la HBR sean inscritas en el RNVE y en la BVC, tanto la Holding como sus acciones serán objeto de supervisión por parte de la SFC.

En concordancia con lo anterior, se estableció en el AMI que, de forma simultánea con los registros, las acciones de la HBR deberán ser depositadas en el Depósito Centralizado de Valores de Colombia (Deceval).

De acuerdo con lo dicho, se espera que próximamente las acciones de la HBR sean parte del mercado de valores colombiano y puedan negociarse en bolsa.

Un trámite similar debía llevarse a cabo en Perú. En ese país, la inscripción de las acciones de la HBR en el Registro Público de Valores de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y en la BVL se llevó a cabo el 4 de enero de 2024.<sup>20</sup> Las acciones de la HBR también debieron inscribirse en Cavali,<sup>21</sup> que es la entidad que cumple las funciones de depósito centralizado de valores en dicho país.

### **ii. Actividades relacionadas con los directorios o consejos directivos de las bolsas**

En un plazo que no excedería de 30 días hábiles, contados desde la materialización de la fusión, las bolsas se comprometieron a celebrar asambleas extraordinarias con el propósito de reducir el número de miembros de sus directorios o consejos directivos.

Así, los directorios de la BCS y de la BVL pasaron de tener 11 miembros a tener 7, y el Consejo Directivo de la BVC pasó de tener 13 miembros a tener 7, también.

---

<sup>20</sup> [ValoresInscritosnew?data=FB7CBB7F55763D051C7193052D1100E04A6B82E20F](https://www.valores.gov.co/valores-inscritos-new?data=FB7CBB7F55763D051C7193052D1100E04A6B82E20F)

<sup>21</sup> [www.cavali.com.pe](http://www.cavali.com.pe)

En el caso colombiano, la reforma respectiva se aprobó en la asamblea extraordinaria de accionistas de la BVC celebrada el 19 de diciembre de 2023. De acuerdo con lo informado por la BVC,<sup>22</sup> además de la reducción del número de miembros, la reforma estableció, entre otros asuntos, que el 40% de los miembros del Consejo directivo debe tener la calidad de independiente<sup>23</sup> y que el período de los miembros del Consejo será de un año.

### **iii. Actividades relacionadas con el desliste de las acciones de la BCS y la BVC**

Dentro del mismo plazo señalado en el ordinal anterior, debía someterse a consideración de las asambleas extraordinarias de la BCS y de la BVC la cancelación de la inscripción de sus acciones en la propia bolsa.

No obstante, se contempló en el AMI que la decisión de desliste se adoptaría, siempre y cuando ello no causara un efecto relevante adverso para la condición financiera de las bolsas mencionadas.

Debe mencionarse que, a la fecha, nada se ha informado al mercado acerca de la cancelación de la inscripción de ninguna de estas acciones en la respectiva bolsa. Lo evidente es que el asunto no se sometió a consideración en las asambleas extraordinarias que se celebraron en la BCS y en la BVC en el mes de diciembre pasado.<sup>24</sup> Es probable, por tanto, que esa decisión se haya reconsiderado o aplazado.

A pesar de que, en principio, sería deseable que las acciones de las mencionadas bolsas pudieran seguirse negociando en el mercado bursátil, lo cierto es que su propiedad concentrada en cabeza de la HBR limitaría en alto grado su liquidez en el mercado secundario.

## **Síntesis de la integración corporativa**

A manera de síntesis de lo anteriormente explicado, puede señalarse lo siguiente:

<sup>22</sup> Véase información relevante publicada por la BVC el 26 de enero de 2024.

<sup>23</sup> Este es porcentaje mínimo de miembros independientes que establece el artículo 2.10.1.1.1. del Decreto 2555 de 2010.

<sup>24</sup> Así lo evidencia el hecho esencial publicado el 29 de diciembre de 2023 por la BCS y la información relevante publicada por la BVC el 26 de enero de 2024.

El AMI estableció los parámetros para realizar una integración corporativa de las tres bolsas de valores. En desarrollo de esta se constituyó inicialmente una sociedad denominada Holding Bursátil Chilena S.A. (HBC), a la que se vincularon los accionistas de las tres bolsas mediante la suscripción de acciones, con la obligación de pagar estas acciones a través de la transferencia efectiva de las que tenían de BVC, BVL y BCS. Esta transacción estaba sujeta a que se materializara la fusión entre la HBC y la Sociedad de Infraestructura de Mercado (SIM), asunto que ocurrió el 14 de noviembre de 2023. Al perfeccionarse dicha fusión se consolidó la integración corporativa de las tres bolsas y la HBC cambió su nombre por el de Holding Bursátil Regional S.A. (HBR). De esta manera, la HBR se convirtió en la controlante de las bolsas involucradas, y los accionistas de estas a su vez se convirtieron en los accionistas de la HBR, en unos porcentajes establecidos, de máximo el 40% Santiago, 40% Bogotá, y 20% Lima.

## Integración de mercados

Culminada la integración corporativa, lo que viene ahora, como segunda fase, es la integración de los mercados administrados por las tres bolsas (la integración de mercados).

Con ese propósito, la HBR ha anunciado la celebración de alianzas estratégicas con entidades como Nasdaq<sup>25</sup> y Vermiculus Financial Technology,<sup>26</sup> que tienen el propósito de obtener el soporte tecnológico requerido para llevar a feliz término dicha integración.

De igual forma, la HBR ha publicado dos versiones de lo que ha denominado “Propuesta de modelo de operación renta variable”, el cual, por su contenido, se asemeja al reglamento de operaciones que sería implementado en el futuro.

El modelo de operación propuesto –versión 2<sup>27</sup>– contiene una descripción extensa de los aspectos operativos que regirían el mercado integrado, que como se recordará se ha denominado comercialmente como *nuam exchange*.

---

<sup>25</sup> <https://www.nuamx.com/noticias/19>

<sup>26</sup> <https://www.nuamx.com/noticias/26>

<sup>27</sup> <https://www.nuamx.com/noticias/25>

A pesar de que el modelo en cuestión no es definitivo y podría ser objeto de modificaciones, lo cierto es que incluye algunos aspectos que yo interpreto como esenciales o estructurales para lo que pretende implementarse. Por ejemplo, menciona que todos los intermediarios miembros de las tres bolsas<sup>28</sup> tendrán acceso “integrado y directo a la negociación de los valores de renta variable de los tres países a través de una plataforma única, con las mismas condiciones de negociación”.<sup>29</sup> Se indica también que “los valores inscritos en el registro público de cada país estarán disponibles para su negociación siempre y cuando no sea día feriado en el país en el cual se encuentra inscrito”<sup>30</sup> y que “los valores se podrán negociar en la moneda del país de origen del valor o en dólares estadounidenses.”<sup>31</sup>

No obstante, los pormenores jurídicos que soportan este tipo de afirmaciones del proyecto de modelo operativo no son de dominio público y, como es previsible, también pueden ser objeto de ajustes y modificaciones a lo largo del tiempo. Con todo, considero que la regulación de cada país será la que finalmente determine la viabilidad o el alcance de estas y otras menciones que contiene el modelo operativo.

### **Posibles modelos de integración de mercados**

Debido a la incidencia que tiene la regulación de cada país en el modelo de integración de mercados, desde mi punto de vista y más allá de los términos utilizados en el modelo operativo, considero que en este momento no existe certeza acerca del tipo de integración que finalmente entrará en operación.

Por la misma razón, lo que escribo sobre la integración de mercados puede o no corresponder a lo que está en la línea de ruta de las tres bolsas. A pesar de ello, dada la importancia que tiene dicha integración para el mercado accionario colombiano, en especial por lo ocurrido durante el 2023, que se

---

<sup>28</sup> En la BCS se denominan corredores de bolsa; en la BVL, sociedades agentes de bolsa, y en la BVC, sociedades comisionistas de bolsa.

<sup>29</sup> Numeral 4, página 10.

<sup>30</sup> Numeral 7, página 11.

<sup>31</sup> Numeral 9, página 12.

caracterizó por una reducción importante tanto en los montos transados<sup>32</sup> como en el número de sociedades listadas<sup>33</sup>, y por la tendencia a la baja del índice Colcap de la Bolsa de Valores de Colombia,<sup>34</sup> encuentro precedente señalar los que, en mi opinión, son los posibles escenarios y los desafíos legales más importantes de la integración de mercados.

### *Primer escenario: mercado único – bolsa regional*

Los desafíos legales de la integración de mercados dependen, por supuesto, del resultado que se pretenda obtener. Para mí, el resultado ideal, por su impacto y la superación de cualquier precedente en América Latina, es en sí mismo un reto importante: la creación de un mercado único administrado por una bolsa regional.<sup>35</sup>

De antemano debo aclarar, a fuerza de resultar evidente, que la creación de una bolsa regional no corresponde al modelo de integración corporativa explicado anteriormente, en el cual las tres bolsas involucradas se mantienen y continúan operando en sus respectivas jurisdicciones.

A pesar de ello, me permito la licencia de plantearlo, dado que una bolsa regional podría implementarse dentro de algunos años, y tendría ventajas

<sup>32</sup> De abril a julio de 2023 la disminución en los montos transados fue recurrente. La mayor variación se presentó de abril a mayo, donde hubo una variación de -25,20%. Durante seis de los primeros nueve meses se presentaron variaciones negativas en los montos transados. En septiembre hubo una variación positiva importante (64,46%), pero el monto transado fue apenas similar al del mes de marzo. En octubre y noviembre nuevamente bajaron los montos transados con respecto a septiembre. En diciembre el monto transado subió con respecto a noviembre y cerró en \$1.028,1M, monto que en todo caso fue inferior al transado en enero de 2023 (\$1.377,6M). [https://www.BVC.com.co/informes-y-boletines?tab=informes-bursatiles\\_informe-mensual-de-renta-variable](https://www.BVC.com.co/informes-y-boletines?tab=informes-bursatiles_informe-mensual-de-renta-variable)

<sup>33</sup> Durante los años 2020 a 2022 y hasta octubre de 2023, 10 sociedades cancelaron la inscripción de sus acciones en la BVC. <https://www.larepublica.co/finanzas/asamblea-de-valores-industriales-aprobo-la-cancelacion-de-su-inscripcion-en-rnve-y-BVC-3720418>

<sup>34</sup> A abril 16 de 2023, el Colcap tenía un valor de 1.256,66, y a 1 de noviembre, un valor de 1.091,72, es decir, una reducción del 13,12%. Solo a partir de diciembre comenzó a subir hasta llegar a 1290,92 al cierre del año. <https://es.investing.com/indices/colcap>

<sup>35</sup> El antecedente más relevante en materia de mercados bursátiles regionales lo constituye Euronext, al que pertenecen varias bolsas europeas. Euronext surgió en el año 2000 producto de la fusión de las bolsas de valores de Bruselas, Ámsterdam y París. Posteriormente, adquirieron las bolsas de valores de Lisboa y Porto (2002), Dublín (2018), Oslo (2019), Copenhagen (2020) y Milán (2021).

hacerlo a partir de lo que existe actualmente y de lo que pretende construirse a corto plazo. Me explico:

Dado que ya opera lo que se denomina MILA (Mercado Integrado Latinoamericano) del cual forman parte las mismas tres bolsas, más la de México, lo esperado es que se cree un modelo distinto, mucho más robusto, habida cuenta de que el MILA no arrojó los resultados esperados.

Por tanto, este nuevo proyecto debería dar lugar al surgimiento de un mercado único que opere simultáneamente en las tres jurisdicciones. De ser así, las metodologías y reglas de negociación, la compensación y liquidación de operaciones, los horarios de apertura y cierre y demás aspectos propios de la operación diaria, deberían ser exactamente los mismos, pues se trataría de un solo mercado y no de tres.

Adicionalmente, los comisionistas miembros de las bolsas de Colombia, Lima y Santiago pasarían a ser miembros de la bolsa regional y, por tanto, con capacidad –por lo menos jurídica– de gestionar inversiones de clientes domiciliados en cualquiera de estos países.

Las sociedades listadas actualmente en cada bolsa también pasarían a estar listadas en la bolsa regional, lo que permitiría que sus acciones se negocien sin restricciones en los tres países. Los nuevos emisores se listarían directamente en la bolsa regional y tendrían acceso a un mercado transnacional.

El resultado que imagino como deseable para este proyecto se explica en que, ciertamente, hay una gran diferencia entre un mercado único de carácter transnacional, administrado por una bolsa regional y que funciona bajo las mismas reglas en las tres jurisdicciones, y lo que existe actualmente en el MILA, que funciona bajo mecanismos que permiten un nivel básico de integración, entendida como la posibilidad de que residentes en Colombia, para citar el caso nuestro, adquieran acciones inscritas en alguna de las otras bolsas que conforman el MILA –Lima, Santiago, México–, pero donde cada bolsa administra su propio mercado, esto es, gobierna su sistema de negociación, aplica sus reglas internas a las negociaciones y demás procesos operativos, admite a negociación únicamente a las acciones de su propia jurisdicción, y reconoce como miembros habilitados para negociar solo a sus propias sociedades comisionistas de bolsa.

El MILA en Colombia ha podido funcionar bajo el mecanismo que se denomina “*sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos de integración de bolsas de valores*”,<sup>36</sup> el que permite que un valor emitido y ofrecido en el exterior pueda ser negociado por residentes en Colombia, mediante su inscripción en un listado de valores extranjeros, creado y administrado por una bolsa local en desarrollo de un proceso de integración con otras bolsas extranjeras.

En este caso se presenta una regla exceptiva a las generales que establecen la obligación de inscribir previamente las acciones en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) para que estas puedan ser listadas en una bolsa. Ello explica que las acciones listadas en las bolsas de Lima, Santiago y México no hayan debido inscribirse en el RNVE para poder ser inscritas en el MILA. Como consecuencia de lo anterior, cada operación celebrada por residentes en Colombia sobre las acciones listadas en las bolsas de Lima, Santiago y México que hacen parte del MILA se considera realizada en la jurisdicción de la bolsa donde está listada la acción, y se regula por las normas internas del respectivo país, incluidas las cambiarias y tributarias.<sup>37</sup> En línea con lo anterior, la Superintendencia Financiera no ejerce funciones de supervisión sobre los emisores ni sobre los valores extranjeros inscritos en el MILA.

La operativa necesaria para llevar a cabo una operación en MILA puede resultar compleja, en tanto requiere que existan acuerdos entre las bolsas, acuerdos entre los comisionistas de las tres jurisdicciones interesados en operar y acuerdos entre los depósitos de valores y las cámaras de riesgo central de contraparte que soportan la custodia y el cumplimiento de las operaciones.

Debo reconocer que, aunque loable como gran objetivo de la integración, la constitución de una bolsa regional –con las características anotadas– no es fácil de lograr. De entrada, aunque luzca obvio decirlo, el primer obstáculo radica en que cada país tiene su propia regulación y sus propias autoridades de supervisión del mercado bursátil. No hay, por llamarlo de alguna forma, una regulación comunitaria ni organismos reguladores de mercados financieros comunitarios que puedan establecer la normativa

---

<sup>36</sup> Regulado por el artículo 2.15.6.2.1. y siguientes del Decreto 2555 de 2010.

<sup>37</sup> Artículo 2.15.6.2.2. *Ibidem*.

aplicable a un mercado único de carácter transnacional. Las regulaciones locales existentes en Chile, Perú y Colombia pueden tener ciertas similitudes y concordancias entre sí, sobre todo en cuanto se refiere a los objetivos y principios de la regulación establecidos por IOSCO,<sup>38</sup> organización a la que pertenecen las tres jurisdicciones, pero también reglas internas distintas.

Desde mi punto de vista, una bolsa regional que opere un mercado único no podría estar sometida a tres estructuras regulatorias y de supervisión diferentes, pues ello complejiza en alto grado la operación y genera arbitrajes regulatorios, lo cual es indeseable.

¿Cómo superar entonces esta circunstancia? La primera alternativa es crear regulación de carácter transnacional que facilite la operación bajo reglas uniformes, asunto que podría trabajarse al amparo de la Alianza del Pacífico.<sup>39</sup> La segunda, es modificar la regulación interna de cada país, para que resulte igual –al menos en lo estrictamente necesario– en las tres jurisdicciones. Sin embargo, estas soluciones lucen demoradas, pues involucran a los legisladores, gobiernos y reguladores de valores de los tres países, quienes con independencia de que apoyen el proyecto tendrían que llegar a acuerdos en materias que revisten importancia y pueden resultar sensibles para cada país. Si fuere necesaria la firma de tratados internacionales, ello tomaría más tiempo, pues no puede perderse de vista que, por lo menos en el caso colombiano, estos requieren aprobación del Congreso, mediante ley, la que posteriormente es objeto de revisión por parte de la Corte Constitucional. Solo a partir del momento en que la Corte Constitucional declare exequible la ley aprobatoria, el Gobierno podría manifestar su consentimiento en obligarse mediante el tratado respectivo.

Por tanto, la creación de una bolsa regional podría demorarse y, como ocurre en procesos complejos y con largos horizontes de tiempo, al final, no terminar en nada.

---

<sup>38</sup> International Organization of Securities Commissions, <https://www.iosco.org>

<sup>39</sup> La Alianza del Pacífico está conformada por México, Colombia, Perú y Chile. La Alianza “es un mecanismo de articulación política, económica, de cooperación e integración que busca encontrar un espacio para impulsar un mayor crecimiento y mayor competitividad de las cuatro economías que la integran.” <https://alianzapacifico.net/que-es-la-alianza/>

### ***Segundo escenario: mercado integrado - tres bolsas interconectadas***

Un objetivo no tan ambicioso, pero más alcanzable en un par de años, es llevar a cabo una integración de mercados que tenga un mayor alcance del que actualmente existe en el MILA.

Dicha integración daría nacimiento a lo que yo denominaría “un mercado integrado 2.0”. En este, las tres bolsas seguirían administrando sus respectivos sistemas de negociación y de registro, pero implementarían soluciones legales para adoptar el mismo reglamento de operación, y adoptarían instrumentos de tipo tecnológico para que los tres sistemas de negociación y de registro estén interconectados en tiempo real, de forma tal que las sociedades comisionistas, a través de la misma pantalla, puedan operar en los tres mercados.

En principio, interpreto que lo anteriormente mencionado corresponde a lo que señala la propuesta de modelo operativo de renta variable que ha sido publicada por la HBR.

Esta solución podría construirse a partir de la introducción de algunas modificaciones al régimen legal de los “*sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos de integración de bolsas de valores*”, en el que actualmente –como ya se dijo– se sustenta el funcionamiento del MILA.

Por ejemplo, la regulación de los tres países podría ir más allá de lo que existe actualmente en materia de reconocimiento de ofertas públicas autorizadas en el exterior <sup>40</sup> e introducir reglas de homologación con respecto a la inscripción de acciones en los registros públicos de cada jurisdicción. ¿Qué significa esto? Que en casos de integración de mercados la Superintendencia Financiera de Colombia, para citar nuestro caso, aceptaría como cumplidos los requisitos de inscripción en el RNVE, cuando un emisor extranjero surta o haya surtido el proceso de inscripción en el registro equivalente en Chile y Perú. Como paso previo, por supuesto, sería necesario que las

---

<sup>40</sup> Artículos 2.23.2.1.1. y siguientes del Decreto 2555 de 2010. El reconocimiento de ofertas públicas autorizadas en el exterior opera bajo el presupuesto de que exista un acuerdo de intercambio de información y de protocolos de supervisión entre la Superintendencia Financiera de Colombia y la autoridad del exterior que autorizó la oferta pública. El reconocimiento en cuestión permite que los valores del exterior sean promocionados y ofrecidos en Colombia, a pesar de lo cual no se entienden inscritos en el RNVE. La Superintendencia Financiera tampoco ejerce supervisión sobre el emisor extranjero.

tres jurisdicciones establezcan los mismos requisitos de inscripción en los registros públicos y que se implemente una regla para que los derechos o cuotas de inscripción que deben pagar los emisores no se tripliquen. Esto permitiría, a su vez, que las acciones extranjeras puedan ser listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Lo propio debería ocurrir en las otras dos jurisdicciones, lo que derivaría en que, por la vía de la homologación, las acciones de los emisores de los tres países estarían registradas y listadas en todos estos, realizando solamente el trámite de inscripción en uno de ellos. En consecuencia, las sociedades comisionistas miembros de las tres bolsas estarían habilitadas para efectuar –directamente y sin ningún tipo de convenio con los intermediarios de los otros países– negociaciones sobre ese universo de acciones.

Como asunto complementario, habría que introducir reglas de responsabilidad local en materia de suministro de información al mercado integrado, tanto periódica como relevante, para evitar que existan asimetrías de información entre los tres países. Lo más lógico en este caso es que los emisores del exterior tengan las mismas reglas de suministro de información que los emisores locales, pero bien podría, en el marco de la integración, establecerse que sea la bolsa de cada país la responsable de suministrar la información al mercado.

En este último sentido, debe señalarse que el pasado 5 de marzo se expidió el Decreto 265 de 2024, el cual facultó a las bolsas de valores para listar valores extranjeros en los Sistemas de Cotización de Valores del Extranjero que administren. Antes de la expedición de este decreto, la solicitud de listado de un valor del extranjero en dichos sistemas podía efectuarse exclusivamente por las sociedades comisionistas de bolsa. El Decreto establece, como era obvio, que los deberes de información al mercado, asignados inicialmente a las sociedades comisionistas, estén a cargo de la bolsa cuando sea ella quien liste los valores extranjeros en el sistema que administra. Esta facultad bien puede ser utilizada por la BVC en el marco de integración de mercados, pues facilitaría la negociación en Colombia de todas las acciones inscritas en las bolsas de Chile y Perú.

Por otra parte, se requiere que el tratamiento tributario y cambiario en las tres jurisdicciones para el mercado integrado sea el mismo y, además, que contenga incentivos para que los inversionistas de la región y los

extranjeros encuentren en dicho mercado un destino interesante para la inversión de sus capitales. Este será, sin duda, uno de los aspectos de mayor relevancia en que deben ponerse de acuerdo los tres países, si se quiere que el mercado integrado se consolide y tenga el crecimiento esperado.

Dentro de los aspectos más relevantes se encuentra la definición de la moneda que se utilizaría para negociar y cumplir las operaciones celebradas en la integración, con todo lo que ello implica desde el punto de vista del régimen cambiario. Si bien el proyecto de modelo operativo plantea la posibilidad de que se negocie tanto en moneda local como en dólares de los estados unidos, lo cierto es que ello debe tener un soporte y unas reglas claras en la regulación cambiaria, asunto que tendrá que implementarse prontamente a través de una modificación a la Resolución Externa 1 de 2018 del Banco de la República, como también en los respectivos regímenes cambiarios de Chile y Perú.

En la misma dirección, sería necesario que los depósitos de valores y las cámaras de riesgo central de contraparte que existen en cada país también operen de manera interconectada, en tiempo real y con los mismos reglamentos de operación, con respecto a lo cual se plantea un procedimiento en el proyecto de modelo operativo versión 2 publicado por la HBR.

La implementación de las modificaciones legales y reglamentarias a que se hace referencia debe ser liderada desde la HBR, que ahora funge como la matriz de las tres bolsas de valores y de las subordinadas de estas. Se da por sentado que la posición de control le permitirá a la HBR adoptar las decisiones corporativas necesarias. La única excepción la constituye el Depósito Central de Valores S.A. de Chile, entidad en la que la HBR solo tiene una participación del 23%.<sup>41</sup> En este caso tendrá que contar, por tanto, con el concurso de los accionistas que detentan el control de esa entidad.

## **Asuntos legales complejos para la integración de mercados**

Existen, además de los mencionados anteriormente, otros asuntos legales que las bolsas deberán evaluar y que por la extensión de este artículo no es procedente abordar. Quiero, en cambio, referirme a tres que, desde mi punto de vista, constituyen asuntos complejos de resolver.

---

<sup>41</sup> Así lo expresa la consideración 1 del AMI.

## El esquema de autorregulación existente en Colombia

De conformidad con lo establecido en la Ley 964 de 2005, la autorregulación es una de las actividades del mercado de valores,<sup>42</sup> que debe ser ejercida a través de organismos de autorregulación.<sup>43</sup> La ley establece que los intermediarios del mercado de valores, incluidas, por supuesto, las sociedades comisionistas de bolsa, están obligadas a someterse al esquema de autorregulación para poder operar. Este esquema comprende tres funciones: (i) normativa, que consiste en la expedición de reglamentos que deben cumplir los autorregulados; (ii) de supervisión, que se refiere a la verificación, mediante distintos mecanismos, de que los autorregulados cumplen los reglamentos y demás normas aplicables, y (iii) disciplinaria, que se refiere a la imposición de sanciones por violación a los reglamentos y demás normas aplicables.

Este esquema de autorregulación no existe en Chile <sup>44</sup> ni en Perú, y me atrevo a señalar que dichos países no tendrían ningún interés en implementar uno similar. Por tanto, en la creación de un “mercado integrado 2.0” se presentaría un arbitraje regulatorio entre las sociedades comisionistas colombianas, de un lado, y las chilenas y peruanas, del otro, pues las primeras tendrían más carga regulatoria y de supervisión privada que las otras. Este arbitraje no es deseable pues genera efectos siempre adversos al correcto funcionamiento del mercado.

Con seguridad, la integración de las bolsas constituye una nueva oportunidad para evaluar si la autorregulación en Colombia se mantiene o no, o si se modifica su alcance en los términos sugeridos en el informe preliminar elaborado en 2019 por la Misión del Mercado de Capitales,<sup>45</sup> en aras de facilitar el funcionamiento del mercado integrado.

---

<sup>42</sup> Véase el artículo 3 de la Ley.

<sup>43</sup> El Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV) es el organismo de autorregulación establecido actualmente.

<sup>44</sup> La Bolsa de Comercio de Santiago tiene en su estructura un órgano que se denomina “Comité de Buenas Prácticas”, que cumple, entre otras, funciones de investigación y sancionatorias. Los miembros del Comité son elegidos por el Directorio de la bolsa para períodos de tres años y pueden ser reelegidos. Si bien este Comité cumple funciones de autorregulación con respecto a las sociedades comisionistas miembros de la BCS, su estructura y funcionamiento difiere del esquema de autorregulación que desarrolla AMV en Colombia.

<sup>45</sup> Véanse la Sección I numeral 5 y la Sección 2 numeral 4 del informe.

## La supervisión estatal

En cuanto se refiere a la supervisión estatal, a pesar de que existen convenios de colaboración y suministro de información celebrados en el marco del MILA,<sup>46</sup> ninguna de las autoridades que ejercen la inspección y vigilancia del mercado de valores en Colombia, Chile y Perú puede “ceder” o “desprenderse” de su competencia, máxime cuando en ello entran en juego normas de carácter constitucional.

Así las cosas, el “mercado integrado 2.0” tendrá una triple supervisión, aunque circunscrita a la respectiva jurisdicción. Lo que de allí se deriva no es menor, dado que tendrán que establecerse reglas claras para evitar conflictos de competencia entre las autoridades de supervisión de los tres países. A mi juicio, estas reglas, que deberán –en el caso colombiano– plasmarse en decretos de intervención expedidos por el gobierno colombiano, no pueden ser las mismas que ya existen para el MILA, por cuanto en este caso se trata de un nivel de integración con más alcance.

El asunto no es sencillo, dado que en una misma operación podrían intervenir residentes o intermediarios de dos jurisdicciones distintas, y tener por objeto una acción de una tercera jurisdicción. Por ejemplo, una sociedad comisionista de bolsa colombiana actúa por cuenta de una persona residente en Perú y su contraparte es una sociedad comisionista chilena que actúa por cuenta de una persona residente en Colombia, en una operación de compraventa sobre una acción de un emisor peruano.

Si en una operación como la que se menciona existe una irregularidad, ¿la autoridad de supervisión de qué país es la competente para investigar y eventualmente sancionar a los infractores? ¿Qué factor es el adecuado para determinar la competencia?

Existe en este aspecto un desafío realmente importante, que deberá evaluarse con el mayor juicio y donde necesariamente tendrían que estar de acuerdo las autoridades de supervisión de los tres países.

---

<sup>46</sup> [https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/articles-17484\\_doc\\_pdf.pdf](https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/articles-17484_doc_pdf.pdf)

## Restricciones al ejercicio transfronterizo de la intermediación en el mercado de valores

En línea con lo anterior, no puede perderse de vista que la Ley 964 de 2005<sup>47</sup> establece que las actividades del mercado de valores, dentro de ellas la intermediación, únicamente podrán ser realizadas por entidades constituidas o que se constituyan en Colombia.<sup>48</sup>

Esta restricción, por supuesto, debe entenderse sin perjuicio de la promoción de servicios del exterior a través de oficinas de representación o contratos de corresponsalía. Significa lo anterior, que las sociedades comisionistas de bolsa chilenas y peruanas no pueden operar en Colombia, salvo que se constituyan en el país. Si bien pueden promocionar sus servicios a través de los mecanismos señalados, tales servicios deben necesariamente prestarse en el país de origen y no en Colombia. Permitir que esas sociedades extranjeras operen en Colombia sin necesidad de constituirse en el país, requiere la modificación de la ley y ello es competencia del Congreso. Reformas similares habrán de evaluarse en Chile y Perú para que las sociedades comisionistas colombianas puedan operar en esos países. Por tanto, mientras no se lleve a cabo la modificación en cuestión, las sociedades comisionistas de cada bolsa ejercerán su actividad en su respectivo país y estarán supervisadas por la autoridad competente en cada uno de ellos.

Pueden existir otras alternativas de solución, pero estas, en mi opinión, no estarían exentas de cuestionamientos sobre su legalidad y conveniencia. Me refiero al ejercicio de facultades de intervención del gobierno en materia de comercio transfronterizo, donde el aspecto medular de análisis radica en establecer si vía la expedición de decretos resulta procedente que se establezcan reglas que impliquen modificar o ir en contravía de los postulados de la propia ley de intervención en esta materia.

En efecto, la Ley 964 de 2005 otorgó facultades al gobierno para intervenir en el mercado de valores. Dentro de ellas, en el literal a) del artículo 4, facultó al gobierno para “establecer la regulación aplicable a las actividades del mercado de valores señaladas en las normas vigentes.”

---

<sup>47</sup> Es la Ley marco de intervención en el mercado de valores colombiano.

<sup>48</sup> Artículo 3, parágrafo 2, de dicha ley.

Adicionalmente, y conforme a la modificación introducida a dicho literal por la Ley 1328 de 2009, el gobierno regulará el comercio transfronterizo de los servicios propios de las actividades del mercado de valores, “incluyendo la posibilidad de homologar o reconocer el cumplimiento de los requisitos necesarios para el efecto”, como también “podrá autorizar el acceso directo de agentes del exterior al mercado de valores colombiano”.

Cabe preguntarse qué significa y cuál es el alcance del “acceso directo” al que se refiere la facultad, y si en ejercicio de esta el gobierno tiene la capacidad de permitir que, para el caso que nos ocupa, las sociedades comisionistas peruanas y chilenas ejerzan la actividad de intermediación en el mercado de valores colombiano, sin necesidad de constituirse en el país y por tanto para operar sin autorización ni supervisión por parte de las autoridades colombianas.

En mi opinión, esta no puede ser la interpretación de tal facultad de intervención, pues el gobierno no puede por vía de decreto modificar un requisito de carácter esencial establecido por la propia ley de intervención. Si llegare a considerarse que sí, cabe preguntarse si ello sería conveniente, pues de entrada se generaría un arbitraje regulatorio entre las sociedades comisionistas locales y las extranjeras, por una parte, y una evidente desprotección a los inversionistas que acudan a los servicios de las sociedades comisionistas extranjeras.

En esta evaluación no puede perderse de vista que la regla que impide a sociedades no constituidas en Colombia ejercer la intermediación en el mercado de valores colombiano es, fundamentalmente, proteger el ahorro e inversiones de los residentes en Colombia. De allí que esa disposición de la ley deba considerarse de carácter estructural o esencial en materia de actividades del mercado de valores.

Resulta más ajustado a los principios de intervención establecidos en el artículo 1 de la Ley 964, conforme lo señalé párrafos atrás, que haya homologación o reconocimiento de requisitos a las sociedades comisionistas extranjeras para que ellas obtengan autorización para constituirse en Colombia, mediante una vía más expedita que la ordinaria, bajo el presupuesto de que previamente en otra jurisdicción ya han obtenido las autorizaciones respectivas para ejercer su actividad y de que los tres países también hayan establecido los mismos presupuestos de autorización.

## Conclusión

En conclusión, una vez superados, entre otros, los desafíos legales mencionados, y ello sin considerar asuntos operativos y tecnológicos, en mi opinión el resultado más probable del proyecto de integración de mercados de las bolsas de Colombia, Lima y Perú, a mediano plazo, será, en estricto sentido, el funcionamiento organizado y uniforme de tres mercados interconectados. Ello difiere del mercado único administrado por una bolsa regional, que considero ideal, pero constituirá un avance importante con respecto al nivel de integración que existe actualmente en el MILA.

## Bibliografía

ACUERDO MARCO DE INTEGRACIÓN, firmado entre accionistas de las bolsas de valores de Santiago, Lima y Colombia. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Anexo%20%20-%20AMI%20y%20anexos.pdf>

“Asamblea de Valores Industriales aprobó la cancelación de su inscripción en RNVE y BVC”. *La República*, 4 de octubre de 2023. <https://www.larepublica.co/finanzas/asamblea-de-valores-industriales-aprobo-la-cancelacion-de-su-inscripcion-en-rnve-y-BVC-3720418>

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA - BVC. Aviso de información relevante publicado el 8 de junio de 2023.

\_\_\_\_ Información reportada al RNVE con corte al 30 de septiembre de 2023. <https://www.superfinanciera.gov.co/SIMEV2/rnve/informesfinancieros/082/000004/8>

\_\_\_\_ Aviso de información relevante publicado el 14 de diciembre de 2023.

\_\_\_\_ Informe mensual de renta variable de diciembre de 2023. [https://www.BVC.com.co/informes-y-boletines?tab=informes-bursatiles\\_informe-mensual-de-renta-variable](https://www.BVC.com.co/informes-y-boletines?tab=informes-bursatiles_informe-mensual-de-renta-variable)

\_\_\_\_ Aviso de información relevante publicado el 26 de enero de 2024.

BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO. Hecho esencial publicado el 29 de diciembre de 2023.

COLOMBIA, MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 2555 de 2010.

CHILE, COMISIÓN DEL MERCADO FINANCIERO. Resolución Exenta 7725 del 20 de octubre de 2023.

HOLDING BURSÁTIL REGIONAL SA. Propuesta de modelo de operación renta variable V2. <https://www.nuamx.com/noticias/25>

INVESTING. Información del índice Colcap entre abril 16 y 31 de diciembre de 2023. <https://es.investing.com/indices/colcap>

PERÚ, SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES. Registro Público de Valores.