



Algunas reflexiones sobre los desafíos que afronta el proceso de integración de las bolsas colombianas, peruanas y chilenas

Some reflections on the challenges facing the integration process of the Colombian, Peruvian, and Chilean stock exchanges

Sergio Rodríguez Azuero*
*Profesor Emérito y Honorario y
Consiliario en dos ocasiones de la
Universidad del Rosario*

Resumen:

La integración de las bolsas de Colombia, Perú y Chile es una iniciativa que busca profundizar los mercados de estos países, avanzando un escalón más en comparación con propuestas previas en la región, como es el caso de MILA. Esta integración, que se encuentra en proceso de consolidación a nivel estructural, afronta desafíos en diferentes niveles: políticos, regulatorios, tecnológicos y operativos, de mercado y protección al inversionista. Sin embargo, a partir de lo demostrado por estrategias de esta naturaleza desarrolladas en Europa, estos desafíos pueden considerarse superables y, aunque deben tenerse en cuenta, no son óbice para el desarrollo y eventual éxito del proceso.

Summary:

The integration of the stock exchanges of Colombia, Peru, and Chile is an initiative aimed at deepening these countries' capital markets, advancing one step further compared to previous proposals in the region, such as MILA. This integration, which is currently in the process of structural consolidation, faces challenges at multiple levels—political, regulatory, technological and operational, market-related, and investor protection. However, based on the evidence provided by similar strategies implemented in Europe, these challenges are considered surmountable and, while they must be taken into account, they do not constitute an obstacle to its development and eventual success.

* Abogado rosarista. Profesor Emérito y Honorario y Consiliario en dos ocasiones de la Universidad del Rosario. Profesor de pregrado y Director de la Especialización en Derecho Financiero en la misma Universidad. Profesor Honorario de la Universidad Católica de Guayaquil. Autor, entre otros, de los libros "Contratos Bancarios" y "Negocios Fiduciarios. Su significación en América latina". Socio fundador de "CMS Rodríguez-Azuero". Profesor invitado en la Universidades Carlos III y Comillas en Madrid, de la Universidad Panthéon - Assas, París II y del Instituto de Derecho Comparado de Lausana. Miembro de The International Academy of Estate and Trust Law, miembro de número de la Academia Colombiana de Jurisprudencia y del Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas. Caballero de la Legión de Honor y miembro de la Orden del Fundador de la Universidad del Rosario. Visiting Scholar en Columbia University en Nueva York en el año 2013-2014. Escritor y conferencista en numerosas ocasiones en asuntos relacionados con la regulación bancaria y financiera. Contacto: sergio.rodriguez@cms-ra.com
Dejo testimonio de gratitud a la abogada Eliana Jácome, quien me acompañó en el proceso investigativo de este documento.

Palabras clave:

Integración de Bolsas – Desafíos Regulatorios – Desafíos Políticos – Desafíos Tecnológicos – Racional de la integración – Nuam

Keywords:

Exchange Integration – Regulatory Challenges – Political Challenges – Technological Challenges – Rationale for Integration – Nuam

1. Introducción

La integración de las bolsas de valores de Colombia (Bolsa de Valores de Colombia), Chile (Bolsa de Santiago) y Perú (Bolsa de Valores de Lima) bajo la marca NUAM Exchange se presenta como una apuesta estratégica para dotar a la región andina de una infraestructura de mercado más profunda, líquida y competitiva. A diferencia de experiencias previas de interconexión parcial —como el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)—, NUAM surge como un proyecto de fusión corporativa y operativa que concentra propiedad, gobierno e infraestructura en un holding regional con domicilio en Santiago, diseñado para operar una plataforma única de negociación y post-negociación. La iniciativa busca superar las limitaciones de escala, fragmentación tecnológica y heterogeneidad regulatoria que han mermado la visibilidad internacional y la capacidad de atracción de capital de los mercados andinos cuando actúan por separado, en comparación con las bolsas europeas, asiáticas y norteamericanas (Ruiz & Alvarado, 2024; Comisión para el Mercado Financiero [CMF], 2025)¹.

La ambición del proyecto NUAM es encomiable por, al menos, tres razones. Primera, muestra una visión de integración financiera sustantiva, con capacidad de generar sinergias de eficiencia en toda la cadena de valor del mercado de capitales. Segunda, reposiciona a la región frente a grandes plazas latinoamericanas como Brasil, al aspirar a construir un segundo mercado regional. Tercera, podría contribuir a una agenda de desarrollo de mercado que requiere mayor liquidez, mayor participación de emisores, y estandarización de reglas y costos de transacción decrecientes (CMF, 2025; Ruiz & Alvarado, 2024).

Naturalmente, alcanzar esa promesa implica navegar tres frentes complejos: político, regulatorio y tecnológico-operativo. En el plano político, aunque el andamiaje jurídico permite avances sin autorizaciones legislativas, la confianza del mercado puede verse condicionada por los pronunciamientos de algunas autoridades, en particular de los supervisores financieros (CMF, 2025). En el plano regulatorio, las asimetrías tributarias, cambiarias y de microestructura son significativas. En el plano tecnológico-operativo, integrar libros de órdenes, cámaras y depósitos con reglas comunes requiere un programa gradual (CMF, 2025; Ruiz & Alvarado, 2024).

A través de este artículo se presentan (i) ciertas consideraciones introductorias, que incluyen una referencia al MILA, la arquitectura societaria de la integración y su racional económico; (ii) los desafíos identificados a nivel político, regulatorio, tecnológico y demás; (iii) la experiencia de Nasdaq Nordic y Euronext; y (iv) algunas conclusiones sobre el proceso.

2. Consideraciones previas

2.1. Sobre el MILA y su relación con NUAM

La experiencia del MILA, lanzada en el 2011 e incorporando a México en el 2014, permitió ensayar mecanismos de negociación cruzada entre las bolsas de Colombia, Chile y Perú, manteniendo la autonomía regulatoria y operativa de cada plaza (Cardona Montoya, 2024). Sin embargo, y a partir de estudios realizados sobre la literatura existente sobre el MILA, esta modalidad de integración produjo resultados mixtos en términos de profundidad y eficiencia del mercado. La continuidad de reglas, monedas y sistemas

¹ De manera general, en cuanto a procesos de integración de bolsas, se destaca lo expuesto por García-Vaquero (2007, p. 110): “Desde comienzos de la década actual se está produciendo un proceso de integración de los mercados de valores internacionales, que ha afectado en mayor medida al ámbito de la negociación que al de la liquidación y la compensación. Este fenómeno, que originalmente se inició entre las bolsas europeas, se ha extendido más recientemente a Estados Unidos mediante la consolidación entre bolsas y sistemas alternativos de negociación y entre los diversos mercados de derivados. A lo largo del último año se ha intensificado con operaciones transatlánticas y asiáticas, que han introducido una dimensión global a este fenómeno. Como consecuencia de ello, se han formado bolsas internacionales de gran tamaño, en las que se negocia una amplia variedad de activos y en las que se ofrece una extensa gama de servicios. La consolidación de los mercados supone algunas ventajas importantes para sus usuarios (inversores y emisores) en términos de simplicidad y rapidez operativa, de aumento del grado de liquidez de los activos, derivado de la concentración de las transacciones en una misma plataforma de negociación, y del posible abaratamiento de costes, en la medida en que los mayores volúmenes se traduzcan en una rebaja de las tarifas, en una industria que se caracteriza por las economías de escala, de alcance y de red. Como consecuencia de ello, los agentes verán ampliadas las posibilidades de diversificar geográficamente sus carteras, pudiendo obtener combinaciones de rentabilidad-riesgo superiores”.

segregados evidenció limitaciones como bajos incentivos al arbitraje de liquidez, costos de cumplimiento duplicados y escaso impacto en los montos agregados negociados (Ruiz & Alvarado, 2024). Diversos estudios coinciden en que, aunque se observaron incrementos marginales en la diversificación de portafolios y en la interconexión entre mercados, estos efectos no se reflejaron en mejoras significativas de liquidez, reducción de costos de transacción ni convergencia sostenida de precios.

De igual forma, varios trabajos señalan que la ausencia de armonización normativa, tributaria y cambiaria limitó la capacidad del MILA para funcionar como un verdadero mercado unificado. Estas restricciones estructurales explicarían por qué los beneficios esperados en términos de eficiencia informativa y volumen negociado no habrían alcanzado los niveles anticipados. En consecuencia, la evidencia recopilada orienta al rediseño del esquema hacia un modelo de integración más profundo, que incorpore una mayor convergencia institucional y regulatoria, como condición necesaria para potenciar los efectos de la integración bursátil en América Latina (Cardona Montoya, 2024).

Entre 2018 y 2023 se desarrollaron algunas actividades que condujeron a la conformación de NUAM: un análisis de prefactibilidad, los acuerdos marco de integración de accionistas y de entidades, la división de la Bolsa de Comercio de Santiago para crear una sociedad de infraestructuras (SIM), la constitución de la Holding Bursátil Chilena (HBC) y, finalmente, la absorción de SIM por HBC y materialización de la fusión en una holding regional —Holding Bursátil Regional S.A., conocida como NUAM Exchange—, que pasó a ser matriz de las bolsas de Santiago, Colombia y Lima con participaciones mayoritarias. A nivel colombiano, la Superintendencia Financiera autorizó la toma de control indirecta de filiales estratégicas vinculadas al mercado (depósito central de valores, cámara de riesgo de contraparte, proveedores de precios y sistemas de corretaje), permitiendo concluir los actos societarios necesarios bajo el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (Holding Bursátil Regional S.A., 2023; Bolsa de Valores de Colombia, 2023).

La meta operativa anunciada, y frente a la cual se ha presentado importantes avances en el año 2026, es contar con una plataforma única para renta variable, derivados y renta fija, en la que existan reglas de negociación homologadas entre los tres países y con interoperabilidad de cámaras y depósitos. En

el entretanto, se han aprobado modificaciones a manuales de mercado que buscan alinear la operativa local con estándares internacionales (CMF, 2025); y se espera el cumplimiento de algunos hitos en los próximos años².

2.2. Arquitectura societaria y de gobierno

Para la estructuración de NUAM, el holding regional —Holding Bursátil Regional S.A.— fue organizado bajo el derecho societario chileno como sociedad anónima abierta, con domicilio en Santiago de Chile y con duración indefinida. Sus estatutos recogen algunos elementos relevantes para la gobernanza y la neutralidad competitiva que se destacan a continuación:

- Un objeto social amplio que incluye la inversión y administración de participaciones en entidades de infraestructura de mercado; la provisión de servicios tecnológicos y de información a infraestructuras y participantes del sistema financiero; y los actos accesorios necesarios para el cumplimiento del objeto.
- Un capital social representado en acciones emitidas en una única serie, con administración de un registro de accionistas a cargo de un prestador especializado e inscripción de la sociedad y sus acciones en los registros de valores de Chile, y la posibilidad de inscripción en los registros de Perú y Colombia, así como los listados en las tres bolsas.
- Un límite de concentración por beneficiario final del 10% del capital suscrito, con reglas para evitar estructuras de dominio indirecto, y sanciones societarias ante el exceso³. Este umbral favorece el pluralismo accionario y la neutralidad en la toma de decisiones, mitigando riesgos de captura por un grupo dominante.
- Un directorio de once miembros, con requisitos de independencia estatutaria adicionales a la ley para lo que se ha denominado “Directores Independientes Estatutarios”, y reglas de incompatibilidad para resguardar la autonomía respecto de las entidades operativas de las plazas integradas⁴.
- Un mecanismo de resolución de controversias mediante arbitraje internacional (CCI), con sede en Miami, obligación de confidencialidad y aplicación de la ley sustantiva chilena, preservando en ciertos supuestos el acceso a la jurisdicción ordinaria en Chile por parte de demandantes no vinculados a la administración

² En el año 2026 se espera el surgimiento de un nuevo sistema de compensación y liquidación; en 2027, un mercado integrado, una nueva plataforma de negociación y la migración al cumplimiento de T+1; y hacia 2028, un nuevo sistema regional “core depósito” (Granados, 2025).

³ Entre ellas se encuentra la pérdida del derecho de voto sobre el exceso y obligación de desinversión.

⁴ Ello fue previsto en el título tercero de los estatutos del Holding Regional.

ni de gran tenencia. Con la cláusula arbitral se aspira a dar certidumbre y celeridad a disputas societarias transfronterizas.

2.3. Racional económico: escala, liquidez y eficiencia

La literatura y la evidencia regional apuntan a que la competitividad de un mercado bursátil depende de su capacidad de ofrecer profundidad⁵, liquidez⁶, base emisora suficiente, y una gama diversificada de instrumentos⁷ operados bajo reglas claras y estándares de divulgación robustos (CMF, 2025; Ruiz & Alvarado, 2024). Particularmente, la OCDE ha sostenido que “Sistemas financieros más profundos, eficientes y accesibles pueden ofrecer a ciudadanos y empresas de los países de ALC mayores oportunidades de inversión” (2024, p. 4).

Los mercados de los tres países involucrados – Colombia, Chile y Perú – cuentan con perfiles diferentes de participantes: mayor peso minorista en algunas plazas, diferentes presencias de creadores de mercado y operadores. Y, en general, se enfrentan a una menor participación en índices internacionales, pérdida de inversionistas que salen hacia mercados más líquidos y estables, poca rotación de activos financieros, opciones para invertir más limitadas, y falta de diversificación de los instrumentos (Granados, 2025). Además, el análisis de concentración reportado para la región⁸ sugiere oportunidades: en Chile hay mayor número de actores; y en Colombia es menor.

En este contexto, la integración permite introducir un conjunto común de herramientas en la estructura de las bolsas que incentiven la profundización del libro y eleven la competencia entre intermediarios (CMF, 2025; Ruiz & Alvarado, 2024). Además, permitiría a las empresas de la región atraer un mayor número de inversionistas provenientes de otros países, así como inversionistas no profesionales o “retail”; reducir las comisiones y facilitaría mayores oportunidades a empresas medianas y pequeñas (ION Group, 2025).

Estudios realizados posicionan a la integración NUAM como elemento promotor de crecimiento de montos transados, incentivo a la entrada de nuevos intermediarios y mejora de la formación de precios. De hecho, la concentración de bolsas, pese a la reducción de su número por la fusión, sugeriría un aumento de volúmenes por efecto de las sinergias y podría neutralizar efectos adversos en indicadores de concentración a nivel latinoamericano. Con un incremento agregado de montos negociados, el índice de Herfindahl-Hirschman⁹ de la región se mantendría estable, lo que atenuaría preocupaciones sobre las posiciones de dominio.

De otra parte, el análisis de portafolios empleando metodologías como Black-Litterman¹⁰ sugiere que la integración NUAM mejoraría las posibilidades de diversificación sectorial y geográfica respecto del universo de cada país tomado aisladamente (Parra Carranza & Londoño Bedoya, 2024)¹¹. La ampliación

5 Se trata de la capacidad de absorber grandes volúmenes de compra y venta sin afectar precios.

6 Diferencia de precio y compra baja, presencia continua de contrapartes y costos de transacción contenidos.

7 Como, por ejemplo, renta variable, deuda y derivados.

8 “Los mercados de capitales —de renta variable y deuda— en ALC siguen teniendo un tamaño reducido, siendo heterogéneos y estando concentrados. Las políticas deben promover la diversificación de las fuentes de financiamiento, aumentar la estabilidad financiera y promover inversiones a largo plazo. En 2022, la capitalización del mercado de renta variable alcanzó el 35.9% del PIB, por debajo de los niveles de la OCDE, del 64.7%. La mayoría de los mercados de ALC están más concentrados que los de Corea, siendo las excepciones Brasil y Chile, que se encuentran entre los menos concentrados de la región. Sin embargo, todos ellos siguen teniendo niveles de concentración superiores a los de la Bolsa de Nueva York. Al mismo tiempo, en 2023, el monto de bonos corporativos en ALC representaba en torno al 2% del total mundial. Los mercados regionales de deuda se centran en el sector público, que representó un 81% de las emisiones durante el período 2015-23.” (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE], 2024, p.7)

9 Este índice mide el tamaño de las compañías en relación con la industria a la cual pertenecen, para calcular la competitividad de un mercado. Respecto a este índice en América Latina, la OCDE (2024, p.15 y 16) ha señalado “En 2022, la capitalización bursátil promedio en la región se situaba en el 35.9% del PIB, frente al 64.7% de los países de la OCDE. Además, el coeficiente de rotación de valores muestra unos bajos niveles de liquidez en el mercado, con un promedio del 24% frente al 53.8% de los países de la OCDE. En la región, la actividad de los mercados de renta variable presenta una elevada concentración tanto en la oferta de acciones como en la propiedad de las mismas y se compone sobre todo de compraventa de valores en el mercado secundario. El índice Herfindahl-Hirschman de capitalización bursátil muestra una importante heterogeneidad en la región en términos de concentración (Gráfico 7, Panel A). La mayoría de los mercados de ALC están más concentrados que los de Corea, siendo las excepciones Brasil y Chile, que se encuentran entre los menos concentrados de la región; sin embargo, todos los mercados de ALC siguen teniendo niveles de concentración superiores a los de la Bolsa de Nueva York. La propiedad de las empresas en ALC se considera que está muy concentrada, ya que el 1% de los accionistas más importantes posee, en promedio, el 46% de las participaciones totales de una empresa, mientras que en otras regiones este promedio se sitúa en el 31% (Gráfico 7, Panel B)”

10 Es un modelo de distribución de activos en gestión de un portafolio que permite a los inversionistas ajustar su portafolio a partir de su tolerancia al riesgo y sus perspectivas de mercado, y combinando la información sobre el comportamiento histórico con predicciones.

11 “la creación de la Bolsa Nuam Exchange representa un avance para los mercados financieros latinoamericanos, ofreciendo un

del conjunto de activos líquidos, junto con reglas comunes y, potencialmente, mayor presencia de participantes institucionales y creadores de mercado favorecería perfiles de retorno ajustado por riesgo más atractivos para ciertos tipos de inversionistas, en particular los que hoy se encuentran concentrados en plazas con menor rendimiento o profundidad.

Por último, una armonización de la estructura y estándares operativos, como los cambios ya aprobados en manuales de negociación, transacción y operación para acercarlos a prácticas observadas en mercados con alta liquidez, contribuye a la reducción de spreads y a una mayor resiliencia de la formación de precios.

3. Los desafíos¹²

3.1. Políticos

La integración de las bolsas no requiere, como regla general, autorizaciones legislativas, pues se canaliza a través de operaciones societarias y autorizaciones administrativas dentro de marcos vigentes. En Colombia, la autoridad de supervisión verificó la conformidad con el régimen aplicable para autorizar la adquisición del control de la bolsa y participaciones indirectas en infraestructuras asociadas (Bolsa de Valores de Colombia, 2023). En Chile, el supervisor ha acompañado el proceso desde su gestación, con revisiones de estatutos, inscripciones en registros y aprobación de modificaciones normativas internas orientadas a la homologación de reglas¹³. En Perú, el banco central y el supervisor de mercado han seguido y analizado la integración desde la perspectiva de competencia, eficiencia y sinergias, destacando condiciones para su adecuado diseño (Ruiz & Alvarado, 2024)¹⁴.

Con todo, la confianza del mercado se nutre también de la coherencia de las señales públicas. Han existido manifestaciones críticas desde instancias colombianas, enfatizando cautelas de

política pública y riesgos potenciales. Esas reservas que han sido plasmadas en declaraciones públicas coexisten con autorizaciones formales impartidas para la materialización societaria¹⁵. La coexistencia del visto bueno administrativo con discursos de prudencia no es inusual en procesos complejos; pero su manejo en medios tiene una incidencia en las expectativas de los participantes y, por ende, en la velocidad y calidad de la adopción. La coordinación interinstitucional y mensajes alineados con objetivos de estabilidad, integridad y desarrollo de mercado son, por tanto, un insumo intangible y crucial.

3.2. Regulatorios: armonización, cooperación y equivalencias

El sector financiero es fuertemente regulado y la integración NUAM conecta, al menos, tres grandes capas normativas: prudencial y de conducta en mercados de valores, tributaria y cambiaria. Además, requiere instrumentos de cooperación y reconocimiento recíproco entre supervisores para resguardar integridad y estabilidad.

En materia de valores, la agenda de armonización incluye, entre otros, estándares de inscripción y revelación para emisores; reglas de conducta para intermediarios; requisitos y límites para creadores de mercado; supervisión y reporte de operaciones; prácticas de negociación algorítmica; y post-negociación. La experiencia comparada muestra que, allí donde la integración logra reglas operativas comunes, reducción de asimetrías informativas y mecanismos de reporte consolidados; aumentan la liquidez y la calidad de formación de precios.

En lo tributario, como se expone, existen diferencias relevantes entre Colombia, Chile y Perú en el tratamiento de dividendos, ganancias de capital, retenciones, impuestos a servicios financieros y gravámenes indirectos asociados. La neutralidad fiscal transfronteriza para inversionistas y emisores es un elemento determinante. Sin equivalencias

ambiente bursátil mucho más eficiente y cohesionado para la diversificación de portafolios y la optimización del rendimiento ajustado al riesgo. La aplicación del modelo Black-Litterman confirma que los inversores pueden beneficiarse significativamente de esta integración, lo que reafirmamos con el análisis de la literatura que expone los beneficios de tener una bolsa de valores con más emisores, más operadores, más capitalización de mercado, mayor cantidad de tipos de títulos, todo esto bajo una misma regulación (en proceso de acuerdo hoy en día) y en una misma pantalla para los profesionales del mercado de valores.” (Parra Carranza & Londoño Bedoya, 2024).

12 Este tema se expuso en el 5to encuentro de emisores en Cartagena, organizado por Promigas en el 2025.

13 La Comisión para el Mercado Financiero aprobó modificaciones al Manual de Operaciones en Acciones mediante Resolución 4397 Santiago del 4 de junio de 2025.

14 La Superintendencia del Mercado de Valores de Perú mediante Resolución No. 011-2025-SMV/01 del 17 de julio de 2025, aprobó una modificación normativa que permitiría la adopción de una plataforma tecnológica común. Contiene reglas homogéneas de anulación de operaciones, formadores de liquidez y metodología para determinar precios de cierre. (Superintendencia del Mercado de Valores [SMV], 2025a; SMV, 2025b)

15 Al respecto, el Superintendente Financiero se ha pronunciado indicando que en el caso “*Tienes que tener regulaciones conjuntas sobre aspectos cambiarios. No la tenemos. Tenemos que tener regulaciones conjuntas sobre políticas monetarias. No la tenemos*” (...) “*un mercado de capitales se define a partir de la cantidad y los precios. Y para tener la cantidad tienes que tener productos homogéneos. ¿Tienen productos homogéneos estas? No, no lo tienen. Son diferentes*” (Tarazona Martínez, 2024)

claras y procedimientos estandarizados, los costos de cumplimiento pueden afectar y diluir parte de las eficiencias de la plataforma. Aun cuando la integración societaria no uniforma sistemas tributarios, la coordinación técnica, por ejemplo, mediante formularios y retenciones armonizadas en los canales de post-negociación, puede contribuir a reducir la fricción.

En lo relativo al régimen cambiario, las diferencias se evidencian en materia de canalización y reportes para operaciones de comercio exterior, inversión y crédito transfronterizo. Colombia, por ejemplo, cuenta con disposiciones de canalización obligatoria de divisas a través del mercado cambiario para operaciones internacionales específicas. La operación sobre tres monedas —peso chileno, peso colombiano y sol peruano— plantea retos de referencia y cobertura pues existe una expectativa de que un inversor local pueda ejecutar en una única moneda de referencia —típicamente dólar— o, al menos, con mecanismos de cobertura estandarizados y costos previsible (CMF, 2025). La solución tecnológica y de reglas NUAM conciliará la liquidación en monedas locales, la administración del riesgo cambiario y la experiencia estandarizada para el inversor, sin desconocer las obligaciones de canalización y reporte en cada jurisdicción.

A todo ello se le agrega la cooperación entre supervisores. La detección y prevención de abusos de mercado en un escenario de plataformas integradas y marcos normativos distintos exige canales de intercambio de información ágiles, protocolos de investigación coordinados y, en lo posible, memorandos multilaterales con facultades para compartir datos oportunos y relevantes. La adhesión a acuerdos de cooperación internacionales y bilaterales vigentes es una base sobre la que NUAM puede construir prácticas supervisoras efectivas (CMF, 2025).

3.2.1. Diferencias a nivel fiscal

El tratamiento fiscal de aspectos fiscales como los dividendos, intereses y ganancias de capital difiere sustancialmente entre Colombia, Chile y Perú, lo que puede introducir dificultades si no se implementan soluciones operativas que logren neutralidad transfronteriza para inversionistas y emisores. La literatura y los antecedentes regulatorios señalan que estas fricciones operan en tres planos: i) retenciones en la fuente con tasas y bases no homogéneas; ii) reglas de costo fiscal, realización y compensación de pérdidas divergentes; y iii) gravámenes indirectos o tasas regulatorias que inciden en la post-negociación (Ruiz & Alvarado, 2024; CMF, 2025).

En un entorno integrado como NUAM, la estrategia razonable no es buscar uniformar los códigos tributarios, lo que sería una tarea bastante compleja; sino estandarizar las vías operativas por medio de formularios, flujos de información y lógicas de retención practicadas en los canales de compensación y liquidación.

3.2.2. Regímenes cambiarios y diferencia de moneda

Las diferencias cambiarias son particularmente visibles. Mientras que Colombia exige canalización de divisas a través del mercado cambiario para operaciones internacionales definidas; Perú y Chile operan con mayor grado de flexibilidad¹⁶ (CMF, 2025).

Desde la perspectiva de diseño de mercado, la solución combina tres elementos, a saber: i) liquidación en monedas locales con compensación y conversión integrados a la post-negociación; ii) oferta estandarizada de coberturas cambiarias (listadas y/o OTC con compensación central), con márgenes y costos transparentes; y iii) consolidación de precios y reportes pre y post-negociación en USD como referencia operativa. Este modelo respeta los requisitos de canalización y reporte, a la vez que entrega una experiencia homogénea al usuario (Ruiz & Alvarado, 2024; Parra Carranza & Londoño Bedoya, 2024).

3.3. Tecnológicos y operativos

La integración técnica de mercados presupone resolver, de manera ordenada, la interoperabilidad en lo que concierne a la negociación, compensación y liquidación, y custodia.

En negociación, el objetivo es lograr un libro de órdenes y reglas de mercado que aseguren calidad de ejecución, igualdad de acceso y mitigación de riesgos operativos (CMF, 2025). La aprobación de modificaciones a manuales con el objetivo de alinearlos con mejores prácticas, como ocurrió en Chile, constituye una señal de avance hacia la estandarización. La presencia de participantes con perfiles distintos en cada país se adaptará según se consoliden reglas comunes y se desplieguen incentivos adecuados para formar liquidez, por ejemplo, esquemas de formación de mercado y estructuras de tarifas. La coherencia entre reglas de subastas, suspensiones, filtros de volatilidad y gestión del ordenamiento intradía es esencial para evitar la presencia de arbitrajes indeseados y para preservar la integridad del libro integrado.

En compensación y liquidación, Chile y Colombia operan con cámaras de riesgo central de

16 No existen operaciones obligatoriamente canalizables, sin embargo, hay operaciones que se deben reportar por fines estadísticos.

contraparte¹⁷ que se interponen en las operaciones, asumiendo el rol de comprador para el vendedor y de vendedor para el comprador, y asegurando la liquidación (Ruiz & Alvarado, 2024). En Perú, la compensación y liquidación de ciertos segmentos no se realiza aún a través de una cámara de riesgo central de contraparte, lo que hace que la exposición al riesgo y requerimientos de garantías sean diferenciales (Ruiz & Alvarado, 2024); aunque está prevista la implementación de una cámara central de contraparte en Perú (Rodríguez Salcedo, 2025). La interoperabilidad de cámaras parece ser un eje crítico para el modelo NUAM. Los estándares internacionales de resiliencia operativa y de gestión de riesgo de contraparte central, promovidos por organismos como IOSCO, se han visto como una solución.

En cuanto a la custodia, los tres países cuentan con depósitos centralizados de valores, y la integración apunta a la interconexión operativa de esas infraestructuras para permitir transferencias y registros fluidos en el ecosistema NUAM, con trazabilidad y estándares de reconciliación consistentes. La alineación de catálogos de instrumentos, identificadores, esquemas corporativos y canales de mensajería es requisito para una experiencia integrada y para una supervisión post-transacción efectiva.

El componente tecnológico debe, por último, considerar el elemento cibernético, la continuidad operacional y la gobernanza de cambios. En efecto, la existencia de una plataforma común incrementa lo delicado de un único punto de falla; y es de ahí que la arquitectura y los planes de recuperación ante desastres deban ser robustos, testeados y auditables.

3.4. Estructura de mercado y estructura competitiva

Una integración que funcione requiere, además, políticas explícitas para promover liquidez y competencia en intermediación. En mercados donde la presencia de creadores de mercado, participantes y fondos especializados es desigual, la introducción de reglas claras, que no generen tratos diferenciales y alineadas con estándares internacionales puede permitir la entrada de nuevos jugadores (BNP Paribas, 2024). Así, se espera que NUAM, con una escala razonable y reglas homogéneas produzca:

- Spreads (diferencia de precios) más estrechos y mayor profundidad en el libro, reflejando más órdenes en ambos lados del mercado y costos de ejecución menores.

- Mayor cobertura de instrumentos por parte de formadores de mercado y analistas, reforzando la visibilidad de emisores medianos y creciendo el *free float*¹⁸ efectivo.
- Incremento de la competencia entre sociedades de intermediación. Medidas de concentración para corredores en los tres países exhiben realidades distintas; un mercado integrado de mayor tamaño es previsiblemente más atractivo para la entrada, con el consecuente efecto disciplinante sobre precios y calidad de servicio.
- Mayor optimización de los costos de transacción a través de la mejora de la estructura tecnológica.
- Un entorno más propicio para el desarrollo de derivados listados y OTC con compensación centralizada, permitiendo una mejor cobertura de riesgos cambiarios, de tasas y de productos básicos o *commodities*, y atrayendo a participantes institucionales con mandatos de gestión de riesgo sofisticados.

3.5. Protección al inversionista y supervisión transfronteriza: integridad como condición de liquidez

El salto a la integración no debe comprometer la protección del inversionista, que es uno de los pilares del mercado de valores. Por el contrario, la estandarización de prácticas de gobierno corporativo y la divulgación de información deben buscar mejorar la confianza y, con ello, la liquidez (CMF, 2025). Así, en este entorno, se busca que NUAM opere en un medio donde se encuentren mandatos regulatorios, de conducta y de desarrollo de mercado.

Los supervisores han enfatizado dos desafíos: la comprensión por parte de los inversionistas de que valores de otros países están sujetos a normas y supervisores distintos; y la capacidad de detección y prevención de abusos de mercado en un contexto de integración de sistemas y marcos diversos. Asimismo, estándares de reporte post-negociación consolidados y herramientas de supervisión apoyadas en analítica de datos fortalecerían la vigilancia efectiva. Esto, pues se encuentra que la experiencia en mercado de valores muestra que la transparencia pre y post-negociación, las obligaciones de reporte y la robustez tecnológica son instrumentos tan importantes como las sanciones ex post.

17 En Colombia es la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. Y en Chile, la CCLV contraparte central para las operaciones realizadas en las bolsas de valores chilenas; y ComDer Contraparte Central para el mercado de derivados OTC.

18 Este término se refiere a las acciones de una compañía que pueden ser libremente negociadas en el mercado.

4. Comparado internacional: aprendizajes de Euronext y Nasdaq

La experiencia de integraciones en Europa como las de Euronext¹⁹ (Francia, Países Bajos, Bélgica, Irlanda, Portugal, Italia y Noruega) y Nasdaq Nordic²⁰ (Suecia, Dinamarca, Finlandia, Islandia), expone que la integración es compatible con diversidad cambiaria y tributaria si se realizan ciertos ajustes como la estandarización operativa, acuerdos para evitar la doble imposición y gobernanza tecnológica común²¹. De ellas se observa que incluso con monedas distintas y regímenes tributarios heterogéneos, las plataformas integradas han prosperado apoyándose en interoperabilidad y reglas homogéneas en negociación y post-negociación.

Lo anterior sugiere que los desafíos identificados para la experiencia NUAM a nivel regulatorio, tecnológico y operacional, son gestionables si se desarrolla un diseño operativo adecuado y no comprometen necesariamente su éxito.

5. Conclusión

Con NUAM se plasma una visión de integración financiera ambiciosa, que trasciende la simple conexión de sistemas explorada en el pasado, para consolidar propiedad, gobierno e infraestructura (Holding Bursátil Regional S.A., 2023). Su arquitectura societaria impone límites en materia de la concentración y refuerza la independencia del órgano de administración. En lo referente al aspecto operativo, propone una plataforma única con reglas homologadas, interoperabilidad en la post-negociación y convergencia tecnológica hacia estándares internacionales. En lo económico, por otro lado, su racional descansa en la escala: más profundidad, más liquidez, mejor formación de precios y un universo de inversión diversificado y competitivo. Y en lo institucional, se apoya en marcos legales que han permitido materializar los actos societarios esenciales, y en supervisores que han acompañado —y deberán seguir acompañando— la estandarización operativa y la cooperación transfronteriza (Bolsa de Valores de Colombia, 2023; CMF, 2025).

Quedan, por supuesto, desafíos como las asimetrías regulatorias —tributarias y cambiarias—, las diferencias en la estructura y en el grado de desarrollo de infraestructuras post-negociación, y la necesidad de mensajes políticos alineados.

Si NUAM logra ejecutar su hoja de ruta con disciplina técnica, transparencia y cooperación, la región andina puede ganar un actor que haga frente a plazas más fuertes como la de Brasil, y un mercado con atributos como liquidez consistente a lo largo del día, spreads competitivos, diversidad de instrumentos con cobertura eficiente, y estándares homogéneos de protección al inversionista (CMF, 2025; Ruiz & Alvarado, 2024). No se trata solo de juntar tres pantallas; se trata de construir un nuevo mercado.

Lista de referencias

BNP Paribas. (2024). The future of investment in Latin America's new capital markets. <https://securities.cib.bnpparibas/latam-capital-market/>

Bolsa de Valores de Colombia. (2023, 18 de abril). Información relevante: Autorización a Holding Bursátil Chilena S.A. para adquirir hasta el 94,99% de bvc y participaciones indirectas relacionadas.

Cardona Montoya, J. C. (2024, julio–diciembre). La integración del mercado bursátil latinoamericano: Una revisión sistemática de la literatura. *Revista Finanzas y Política Económica*, 16(2), 317–353. <https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.v16.n2.2024.1>

Comisión para el Mercado Financiero (CMF). (2025, junio). Palabras de la Presidenta Solange Berstein en el Seminario UAI “Integración de las bolsas: Impulso para el desarrollo de mercados de capitales”.

García-Vaquero, V. (2007). *El proceso de integración de los mercados de valores*. *Boletín Económico* (Octubre 2007), Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/07/Oct/Fich/art3.pdf>

19 La moneda en estos países es el euro, a excepción de Noruega. Frente al régimen cambiario, se evidencia que, en la mayoría de los países, al tener la misma moneda, el tipo de cambio es fijo. Y en lo relacionado con el régimen tributario, si bien cada país tiene sus propias reglas, la mayoría, al hacer parte de la Unión Europea, cuenta con lineamientos comunes.

20 La moneda en los países que pertenecen a Nasdaq Nordic no es uniforme; por ejemplo, Dinamarca y Suecia, aun siendo naciones de la Unión Europea no han adoptado el euro como moneda. En Islandia, la moneda es la corona islandesa. En cuanto al régimen cambiario, se encuentra que el tipo de cambio es variable entre ellos. Entre Dinamarca y Finlandia hay similitud en tipo de cambio porque Dinamarca adoptó una tasa de cambio fijo con el euro. Y frente al régimen tributario, si bien existen acuerdos para evitar la doble imposición, cada país tiene reglas distintas: por ejemplo, en Suecia y Finlandia hay tendencia para disminuir las tasas de impuestos corporativos.

21 En el caso de Euronext, la negociación, compensación y liquidación siguen reglas comunes, pero continúan siendo reguladas y vigiladas por las autoridades locales (Pownall, Vulcheva, & Wang, 2015).

Granados, J. C. (2025). Presentación Nuam_Evento Promigas [presentación de diapositivas]. Evento Promigas, Cartagena, Colombia.

Holding Bursátil Regional S.A. (2023). Estatutos de Holding Bursátil Regional S.A.

ION Group. (2025). NUAM: How to prepare for LATAM's great exchange integration. <https://iongroup.com/blog/markets/nuam-how-to-prepare-for-latams-great-exchange-integration/>

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE]. (2024, diciembre). *Perspectivas Económicas de América Latina 2024* [Resumen]. OCDE. <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/events/2024/12/Resumen%20Perspectivas%20economicas%20de%20America%20Latina%202024.pdf>

Parra Carranza, T., & Londoño Bedoya, D. A. (2024). Integración de mercados bursátiles latinoamericanos: Evaluación de oportunidades y optimización de portafolios por medio de Black-Litterman (Tesis de grado). Pontificia Universidad Javeriana.

Pownall, G., Vulcheva, M., & Wang, X. (2015). The creation and segmentation of the Euronext stock exchange: A solution to the inadequacy of national securities regulators? *Accounting Horizons*, 29 (4), 853–885. <https://doi.org/10.2308/acch-51184>

Rodríguez Salcedo, C. (2025, 23 de julio). *Integración andina: Qué viene ahora para las bolsas de Chile,*

Perú y Colombia. Bloomberg Línea. <https://www.bloomberglinea.com/mercados/integracion-andina-que-viene-ahora-para-las-bolsas-de-chile-peru-y-colombia/>

Ruiz, D., & Alvarado, C. (2024). Análisis de la integración regional de bolsas de valores: un enfoque de organización industrial. *Moneda*, 197, 57–63. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/publicaciones/revista-moneda/moneda-197/moneda-197-09.pdf>

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2025a, 18 de julio). *SMV da luz verde a estandarización de reglas de negociación bursátil, vinculadas con la integración de BVL con sus pares de Colombia y Chile*. gob.pe. <https://www.gob.pe/institucion/smv/noticias/1211046-smv-da-luz-verde-a-estandarizacion-de-reglas-de-negociacion-bursatil-vinculadas-con-la-integracion-de-bvl-con-sus-pares-de-colombia-y-chile>

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2025b, 17 de julio). Resolución N.º 011-2025-SMV/01: Modificación normativa para adopción de plataforma tecnológica común.

Tarazona Martínez, M. F. (2024, 24 de octubre). *Integrar las bolsas de Colombia, Chile y Perú es una "insensatez": superintendente Financiero*. La FM. <https://www.lafm.com.co/economia/fusion-de-bolsas-es-insensato-superintendente-financiero-355361>