

LA INTEGRACIÓN REGIONAL DE LAS BOLSAS Y LAS CONDICIONES DE COMPETENCIA EN EL MERCADO DE VALORES

Delia Ruiz y Claudia Alvarado

La integración regional de las bolsas y las condiciones de competencia en el mercado de valores

Diciembre 2023



Delia Emilia Ruiz Garay

Licenciada en Economía por la Universidad del Pacífico. Especialista de Administración de Encajes del Banco Central de Reserva de Perú y jefe de práctica de cursos de pregrado de la Facultad de Economía de la Universidad del Pacífico. Cuenta, además, con experiencia en consultoría económica en políticas públicas en salud, educación y telecomunicaciones.



Claudia Andrea Alvarado Arbildo

Bachiller en Economía por la Universidad del Pacífico. Especialista en Políticas Estructurales del Banco Central de Reserva del Perú y asistente de cátedra de cursos de pregrado de la Facultad de Economía de la Universidad del Pacífico. Cuenta, además, con experiencia en consultoría económica en políticas públicas en agricultura, minería y proyectos de inversión pública.

Abstract: El presente artículo examina la reciente integración regional de las bolsas de valores de Perú, Chile y Colombia. En particular, el análisis se centra en analizar cómo tal integración afectará la libre competencia en el mercado bursátil desde una perspectiva de organización industrial. Para ello, se revisa brevemente la teoría de integración horizontal; y se complementa con una caracterización de las bolsas por integrarse. Con ello, se realiza un diagnóstico de la integración en términos de mercado relevante, concentración de mercado, eficiencias y sinergias, así como de comparación con experiencias previas de integración. Se presentan finalmente los potenciales beneficios de esta integración, de implementarse adecuadamente.

I. INTRODUCCIÓN

El propósito de este documento es realizar un breve análisis de cómo la integración regional de las bolsas de valores de Santiago, Colombia y Lima puede mejorar el nivel de competencia en el mercado y, con ello, volverlo más eficiente.

La integración regional ha sido una estrategia utilizada anteriormente para lograr una mayor eficiencia, liquidez y competitividad en los mercados financieros. En esa línea, las bolsas de valores de Santiago, Colombia y Lima han reconocido los beneficios potenciales de integrar sus operaciones y se ha iniciado el proceso de integración. Sin embargo, el proceso de integración no ha sido muy exitoso y las operaciones se mantienen estables en el tiempo, lo que sugiere que cada operador ocupa la bolsa nacional y no la integrada.

Esta decisión es importante para el desarrollo de un mercado financiero regional sólido y dinámico. Al aunar sus recursos, experiencia e infraestructura de mercado, estas bolsas de valores pueden potencialmente crear un destino de inversión más atractivo para los inversionistas nacionales e internacionales. Este documento tiene como objetivo proporcionar un análisis de este proceso de integración desde el punto de vista de la organización industrial, examinando sus implicancias.

II. MARCO TEÓRICO DE UNA INTEGRACIÓN HORIZONTAL

De forma general, la integración horizontal consiste en la [fusión](#) de dos o más empresas que operan en el mismo nivel de la cadena de valor en un [mercado relevante](#). El objetivo principal de una fusión es aumentar la participación en el mercado y lograr [economías de escala](#) y sinergias.

La integración horizontal permite fortalecer la posición competitiva y ampliar el [poder de mercado](#) de la empresa. En efecto, al fusionarse con competidores directos, la empresa puede consolidar su posición en el mercado, pudiendo reducir la competencia y aumentar los precios finales. Sin embargo, esta estrategia también plantea desafíos y consideraciones adicionales, como la gestión de las culturas empresariales, la coordinación de actividades y la integración de sistemas para lograr los beneficios esperados (Church & Ware, 2000).

A pesar de los desafíos, si estos son abordados adecuadamente, la integración horizontal puede generar beneficios en la operación. En particular, al combinar operaciones y recursos de las empresas fusionadas, es posible lograr eficiencias en la producción, distribución y gestión. Esto resulta en una reducción de costos, una mejor utilización de los activos y una mayor capacidad para enfrentar las fluctuaciones del mercado.

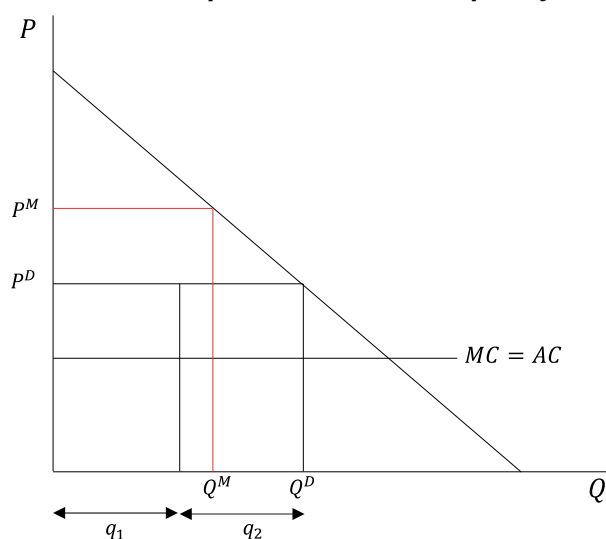
Este intercambio entre beneficios y costos es conocido en economía bajo el concepto de *trade-off* y cuando los beneficios superan los costos, la integración horizontal se convierte en una estrategia ventajosa y conveniente para la empresa.

2.1. Análisis de integración horizontal y competencia

En primer lugar, y siguiendo el ejemplo de Church & Ware (2000), analizaremos un modelo de mercado en duopolio (es decir, donde solo existen dos empresas que compiten entre sí), con productos homogéneos. Planteamos una función de demanda de la forma: $P = 1 - Q$ y una función de costos simétrica para ambas empresas igual a: $C = 0.1q_i$. Entonces, la producción de cada empresa en equilibrio de Cournot será de: $q_i = 0.3$; con $Q^D = 0.6$ y el precio de duopolio: $P^D = 0.4$.

Sin embargo, si ambas empresas se fusionan, al actuar como monopolio, el precio de equilibrio aumentaría y la cantidad de equilibrio se reduciría a: $Q^M = 0.45$ y $P^M = 0.55$. Esto, a su vez, generaría que el excedente del consumidor se reduzca, tal como se observa en el Gráfico N° 1:

Gráfico N.º 1: Diferencia entre la optimización de monopolio y competencia perfecta



Fuente: Church & Ware (2000)

En base a lo anterior, es posible deducir que una integración horizontal genera que el mercado se aleje de la competencia (reduciendo la cantidad, aumentando los precios y finalmente perjudicando el excedente del consumidor). Sin embargo, esto no siempre va a ser cierto.

Utilizando de base lo planteado por Dirk Hackbarth & Jianjun Miao (2012), en donde desarrollan un modelo bajo una estructura de mercado oligopólica asimétrica (es decir, empresas con distintas funciones de costos), en el cual hay empresas grandes y empresas pequeñas; y se analiza sus dinámicas con estrategias de Cournot-Nash.

Se asume que hay m empresas pequeñas iguales entre sí, que cuentan con un capital de k^m y n empresas grandes similares entre sí, que cuentan con un capital de k^n , donde $k^n > k^m$, es decir las empresas grandes tienen más capital que las empresas pequeñas. Los costos de cada empresa dependen de la producción y el capital $C(q, k)$ y la producción, además de otros inputs, dependen del capital.

La función de beneficios de cada empresa es $\pi = P(Y, Q) * q - C(q, k)$, donde $P(Y, Q)$ es la demanda inversa —que es una función lineal que depende de shock de demanda y la cantidad del mercado—. Luego de la integración horizontal (fusión) entre dos empresas pequeñas, se reduce el número de este grupo a $m - 2$, pero aumenta el número de empresas grandes a $n + 1$, ya que estas 2 empresas pequeñas pasan a ser una grande, aumentando su capital. En este sentido, la estructura de mercado de la industria cambia.

Si la producción de dos empresas pequeñas antes de una fusión excede la producción de una empresa fusionada, entonces la menor producción (posterior a la fusión) elevará el precio. Si el efecto del aumento del precio es mayor que el efecto de la reducción de la cantidad, entonces las empresas tendrán incentivos a fusionarse, generando así, detrimento para los consumidores y un menor nivel de competencia en el mercado.

Sin embargo, si asumimos que luego de la fusión la nueva empresa produce más, producto de sinergias y eficiencia propias de la integración que **permite la reducción de sus costos**, entonces el precio tenderá a disminuir. En este caso, si el efecto cantidad es mayor que el efecto precio, **tanto los consumidores como las empresas se ven beneficiados**.

Este resultado es congruente con Andrade et al. (2004), donde concluyen que una integración horizontal no reduce la competencia cuando la fusión no crea una empresa dominante en el mercado, y cuando hay ganancias de eficiencia por la fusión (es decir, mayor producción a menor costo). También señalan que una buena regulación del Estado puede lograr que la competencia en un mercado no se reduzca por una integración horizontal.

No obstante, es necesario recordar que Farrell & Shapiro (1990) explican que es importante contemplar un análisis de todo el mercado. En ese sentido, si la empresa fusionada empieza a producir más, probablemente las otras (las empresas pequeñas “ m ”) reduzcan su producción y la cantidad total producida en el mercado sea menor. Por otro lado, también es necesario saber si, previo a la fusión, la demanda estaba siendo completamente satisfecha o si existían restricciones que no permitían cubrirla por completo (por ejemplo, [fijación de precios máximos](#) o limitaciones a la producción). En ese caso, la reducción de los costos, que podría derivar en una reducción de precio, puede favorecer a que se complazca más demanda de lo que se hacía antes y, así, la cantidad total producida en el mercado aumentaría.

III. INTRODUCCIÓN AL MERCADO BURSÁTIL

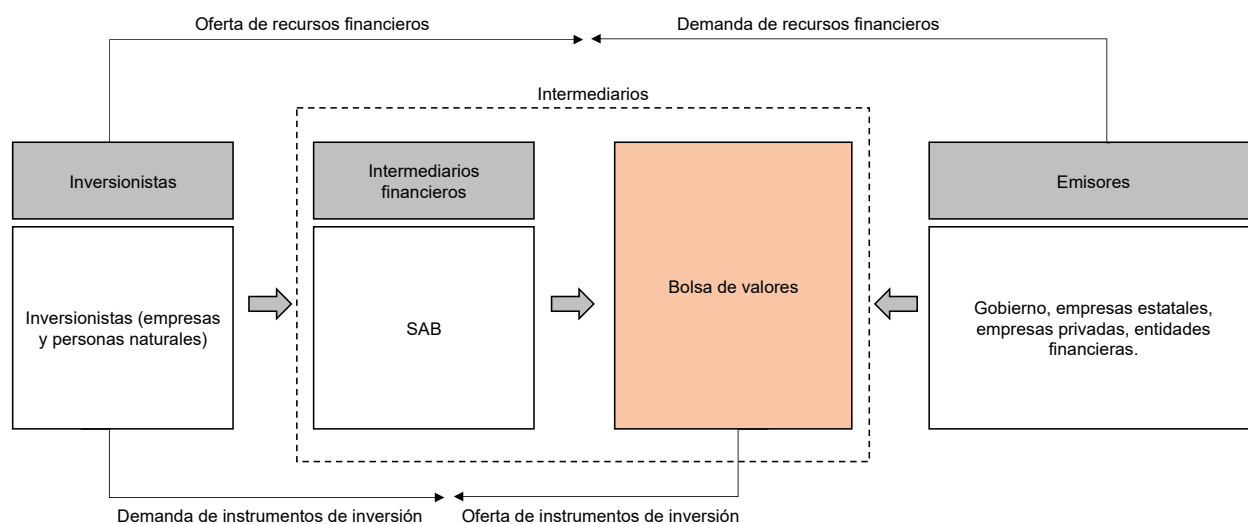
El mercado bursátil es un tipo de mercado en el que se encuentran, por un lado, empresas que buscan captar recursos financieros; y, por otro lado, inversionistas que cuentan con capital para ser invertido. Así, se forja un espacio en el que se permite la negociación de manera estructurada tanto de renta variable como

de renta fija. No obstante, para que esta demanda y oferta se encuentren, existen **intermediarios** que facilitan las transacciones, a saber: las **bolsas de valores y las sociedades agentes de bolsa (SAB)**¹.

Las empresas que buscan captar recursos financieros inscriben los productos por los cuales quieren recaudar dichos recursos en la bolsa (p. ej., este es el caso de Apple, que hizo su debut en el mercado bursátil en 1980 con una valoración de mercado de US\$ 1 800 millones y, a la fecha², su capitalización se encuentra en US\$ 3 043 billones). Entonces, es la bolsa de valores la encargada de facilitar la negociación de los productos utilizando servicios, sistemas y mecanismos que permitan una intermediación justa, competitiva, ordenada, continua y transparente. Por su parte, para que los inversionistas tengan acceso a la bolsa, necesitan de una SAB que ejecute las órdenes de compra o venta en la bolsa. En ese sentido, se forma una especie de mercado bilateral (dentro de la misma bolsa de valores, y por fuera de la bolsa de valores), y la complejidad del mercado se intensifica.

El sistema de este mercado lo podemos ver en el Grafico N° 2:

Gráfico N.º 2: Organización del mercado de bolsas de valores



Fuente: Elaboración propia.

Cabe resaltar que, por la complejidad de las empresas que fungen como bolsas de valores, y los altos costos en los que incurren, suele existir una sola bolsa de valores por país (es decir, comúnmente hay un monopolio en este mercado). También es importante señalar que, en el caso de los inversionistas, SAB y emisores, suelen haber varios participantes, pero dominado por los actores más grandes.

En este mercado, la negociación de los valores se realiza en base a precios conocidos, fijados por oferta y demanda en tiempo real. Por ello, la información es muy importante, ya que la claridad de esta permite que las fuerzas del mercado determinen correctamente los precios. La manipulación de información relevante podría modificar dicha negociación del mercado. Por lo tanto, la regulación (por ejemplo, la [Ley de Mercado de Valores](#)³ en Perú) señala que "está prohibido todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado" (art. 12, Ley de Mercado de Valores).

En línea con lo anterior, es importante señalar que, en estos mercados, la regulación es necesaria, pues de esta forma se garantiza la legalidad y la seguridad para cada uno de los actores involucrados. Un entorno seguro

1 En inglés, *stockbroker*.

2 Al 10 de diciembre del 2023 (Apple Inc., 2023).

3 Decreto Legislativo N.º 861.

fortalece la confianza para la promoción de transacciones y el crecimiento del mercado. En ese sentido, cada país suele tener un órgano encargado de normar, regular y supervisar a su(s) bolsa(s) de valor(es) respectiva(s).

IV. INTEGRACIÓN REGIONAL DE LA BOLSA: PERÚ, COLOMBIA Y CHILE

El objetivo central de este artículo es evaluar la integración entre la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Por ello, es fundamental comprender qué es, cómo se conformó y cómo operará la bolsa integrada.

La Integración Regional es un proyecto que busca crear una **sociedad financiera regional (holding regional)** con sede en Chile, en la que se integrarán las propiedades de las tres plazas bursátiles. El proyecto se concretará mediante la integración de la propiedad de las tres bolsas y sus filiales, además de las plataformas de negociación, compensación y liquidación de cada una de ellas. En particular, el 80% de la participación corresponderá a las acciones de las BCS y BVC (40% cada una), mientras que la participación restante corresponderá a la BVL.

Hacia fines de 2018, se conformó un equipo tripartito y multidisciplinario para efectuar un análisis de prefactibilidad, considerando las experiencias y lecciones adquiridas desde el inicio del **Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)**⁴, el primer intento de integración de bolsas en Latinoamérica. Dos años después (2020), se identificó la posible viabilidad técnica y potenciales caminos para avanzar en el proceso de integración de las infraestructuras de las bolsas.

Finalmente, en 2022, se divulgó y entró en vigencia el **Acuerdo Marco de Integración de Accionistas** (AMI Accionistas) —cuyo objeto es que los accionistas de las bolsas cumplan con una serie de obligaciones destinadas a la implementación y perfeccionamiento de la Integración Regional—, así como el **Acuerdo Marco de Integración de Entidades (AMI Entidades)** —con el fin de contraer diversas obligaciones para perfeccionar la Integración Regional en los términos del AMI Accionista—.

Actualmente, la integración se encuentra en su segunda fase: la ejecución. Así, se espera que a finales de este año (2023), el *holding* con sede en Chile realice las primeras transacciones de la plataforma unificada. Con ello, es posible que la integración regional alcance —en tamaño, escala y liquidez— al mercado mexicano en el corto plazo y al brasileño en el mediano a largo plazo.

4.1. Bolsas de valores por integrarse

Para comprender el contexto de la integración entre las bolsas de estos países, resulta esencial conocer el funcionamiento individual de cada una de ellas.

4.1.1. Bolsa de Valores de Lima (Perú)

El mercado de acciones peruano surge en 1857, con la fundación de la Bolsa Comercial de Lima. Desde

4 En la sección 5.4.4, se explica a mayor detalle cómo surge y se desarrolla el MILA. Cabe resaltar que el MILA incluyó a los 3 países cuyas bolsas están participando de la integración regional analizada en este artículo, pero también adhirió a la Bolsa Mexicana de Valores 4 años después. Sin embargo, México no está participando actualmente de la integración regional con holding en Chile.

entonces, ha tenido importantes hitos; entre los más recientes destaca la obtención del récord mundial de rendimiento el año 2006 (BVL, 2022). Asimismo, es necesario señalar que la BVL ha alcanzado una **capitalización bursátil de US 73.874 millones** en el pasado año (BCS, 2022).

En cuanto al marco regulatorio, la Bolsa de Valores de Lima, como sociedad emisora, se rige bajo la nueva Ley del Mercado de Valores⁵, que comprende todos los participantes en el mercado de valores de oferta pública. Como tal, se tiene como premisa promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista.

Adicionalmente, como mecanismo centralizado de negociación, la BVL está normada principalmente por la Ley de promoción del mercado de valores. Esta disposición establece un régimen excepcional para las ofertas públicas de valores o instrumentos financieros dirigidas a inversionistas institucionales⁶.

4.1.2. Bolsa de Comercio de Santiago (Chile)

Por su parte, el mercado accionario chileno data de 1893, con la fundación de la Bolsa de Santiago. Sobre esta bolsa destacan las innovaciones financieras que promueve. Por ejemplo, en 2018, la Bolsa de Santiago lanzó el nuevo segmento de Bonos Verdes y Sociales, realizándose tres emisiones de bonos en el año. Más recientemente, en 2021, la Bolsa y la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) lanzaron un nuevo mercado de financiamiento alternativo para *start-ups* (ScaleX Santiago Venture Exchange), que apunta a ser un *hub* de inversión en Latinoamérica (BCS, 2021). En cuanto a **capitalización bursátil**, la BCS alcanzó en 2022 los **US 170.480 millones** (BCS, 2022).

En lo referente a normativa, la BCS se encuentra bajo la supervisión de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), y la normativa vigente que la regula está en la [Ley de Mercado de Valores \(Ley N° 18.045\)](#). Al igual que en el caso peruano, esta ley comprende la oferta pública de valores y sus respectivos mercados e intermediarios. Además, al estar inserta en el mercado de valores de Chile, está regulada de forma directa por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), y cuentan con diversos manuales de operación para la misma Bolsa, para el Mercado de Valores (en general), para los intermediarios y para los emisores (BCS, s.f.).

4.1.3. Bolsa de Valores de Colombia (Colombia)

Finalmente, en cuanto al mercado de valores en Colombia, se tiene un caso de análisis particular. En este país se formaron bolsas regionales diferenciadas: la primera, **la Bolsa de Bogotá**, en 1929; la segunda, **la Bolsa de Medellín**, en 1961; y la tercera, **la Bolsa de Occidente**, en 1983. Las tres bolsas funcionaron en paralelo, y no es hasta 2001 que se crea la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), como resultado de la fusión de la Bolsa de Bogotá, Medellín y de Occidente. (BVC, s.f.). Para el caso de la BVC, se destaca que ha alcanzado una **capitalización bursátil de US\$ 67.573 millones** en el 2022 (BCS, 2022).

De manera similar a los casos previos, este mercado se encuentra regulado por Superintendencia Financiera de Colombia en el marco de la [Ley 1328](#) (2009), entre otras. Esta ley abarca al mercado financiero y dicta normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones (Autorregulador del Mercado de Valores - AMV, s.f.).

5 Mediante Resolución Administrativa N.º 020-2023-EF —publicada el 10 de febrero del 2023, se aprobó el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores. Asimismo, se derogó el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N.º 861, aprobado por Decreto Supremo N.º 093-2002-EF (Diario El Peruano, 2023).

6 Ley N.º 30050-2013.

V. BREVE ANÁLISIS DE LA INTEGRACIÓN REGIONAL DE LA BOLSA

5.1. Mercado relevante y estructura de mercado

Para analizar el mercado relevante de la bolsa de valores, tendríamos que recurrir a revisar el mercado producto y el mercado geográfico.

En el primer caso, es importante recordar que en la bolsa de valores se negocian acciones, bonos, derivados, entre otros. Sin embargo, desde la perspectiva de la demanda de recursos financieros, existen ciertos productos que pueden funcionar como **sustitutos** (por ejemplo, préstamos de instituciones financieras o capital privado). En ese sentido, también pueden participar del mismo mercado relevante (demanda por recursos financieros).

El [test SSNIP](#) es una herramienta que suele usarse para estos casos. Esta metodología evalúa si una pequeña pero significativa y no transitoria alza de precios (usualmente 5% o 10%) por parte de una empresa hipotética que tenga poder de mercado sería rentable para esa empresa. Si la respuesta es afirmativa, entonces el mercado se podría considerar como monopolizable, lo que significa que la empresa sobre la cual se realiza el test tiene un poder significativo en ese mercado. Entonces, se concluye que el producto que oferta dicha empresa hipotética es un mercado producto en sí.

No obstante, por falta de información disponible para realizar un test SSNIP, recurriremos a estudios realizados sobre la dinámica de todos estos productos. Berlin (2012) examina la relación entre los préstamos bancarios y la emisión de bonos por parte de las empresas; y concluye que estos productos son complementarios en función de sus características particulares y las condiciones del mercado. Asimismo, Rajan & Zingales (1995) señalan que los préstamos bancarios y los bonos son complementarios en los mercados de capitales emergentes. Los autores argumentan que esto se debe a que los préstamos bancarios pueden proporcionar a las empresas en los mercados de capitales emergentes un nivel de crédito que no está disponible en el mercado de bonos.

Entonces, al ser bienes complementarios —y no sustitutos—, podríamos señalar que el mercado producto de la bolsa de valores se resume solamente en aquellos **productos que se negocian en la bolsa de valores** (es decir, acciones, bonos, derivados, etc).

Por otro lado, para determinar el mercado geográfico, es importante notar que las bolsas de valores anteriormente mencionadas (BCS, BVL y BVC) solo admiten la cotización de empresas del país al que pertenecen. Esto tiene sentido, puesto que los mercados de valores de países como Perú, Colombia y Chile son pequeños, lo que significa que no hay suficientes empresas para sostener más de una bolsa de valores manteniendo la rentabilidad de la misma.

Desde el punto de vista de un inversionista latinoamericano, éste puede invertir en la bolsa de valores que él desee. Sin embargo, por facilidad en trámites y requisitos burocráticos, suele hacerlo en la bolsa de su país o en la Bolsa de Nueva York.

Para determinar cuál es el mercado geográfico siempre es necesario comenzar con un punto de referencia y desde ahí acotar o ampliar la zona. Una buena referencia es usar el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) —que incluye a los tres países que actualmente se están integrando y a México, que se adhirió al MILA el 2014. Por medio del **test de Helzinga-Hogarty**, el cual propone que una zona específica sería un mercado geográfico separado si tiene poca interacción entre sí, se podría analizar si este mercado es o no un mercado geográfico en sí. Sin embargo, no existe data actualizada sobre las interacciones entre las bolsas del MILA e incluso hay algunas diferencias u omisiones entre lo reportado por una bolsa y las otra.

A primera impresión, y bajo la perspectiva del test de Helzinga-Hogarty, se podría pensar que estas bolsas no son parte de un mismo mercado geográfico ya que, en gran medida, no interactúan entre sí. Sin embargo, estos países ya forman parte de un mercado integrado y mantienen un nivel de integración económica y comercial más alto que otros países de la zona. Por tanto, pensar que no forman un mercado geográfico en sí es complicado.

Se puede entender la premisa anterior, pues existen aún barreras para invertir en las bolsas de otros países porque los costos siguen siendo más elevados (aun con el MILA), por la falta de liquidez en los mercados y por diferencias regulatorias entre países.

En ese sentido, aunque no haya tantas transacciones entre bolsas latinoamericanas, el potencial para que exista más dinámica entre ellas es alto. Por ello, podríamos bosquejar un **mercado geográfico que incluya a las bolsas de valores latinoamericanas en su conjunto**.

Además, como lo mencionamos anteriormente, los inversionistas suelen invertir, como mucho, en su país y en EEUU, ya que los mercados financieros latinoamericanos son ineficientes (poco líquidos y poco profundos) y porque sus empresas, las economías y sus instituciones son frágiles (Bonifaz, 2022). Por ello, podríamos incluir también a esta bolsa al mercado geográfico. No obstante, hay que hacer una diferenciación entre las características de las bolsas latinoamericanas y la de Estados Unidos.

5.2. Concentración de mercado

Al analizar cualquier mercado también es necesario conocer qué tan concentrado está. La forma más común y sencilla de observar esto es calculando el [Índice de Herfindhal Hirschman \(HHI\)](#). Cuanto mayor sea el HHI, más concentrado está el mercado y más probable será que se produzcan efectos anticompetitivos en el mercado en cuestión.

En el caso de una fusión, el HHI aumentará si el número de empresas en el mercado disminuye o si la asimetría en el tamaño entre las empresas aumenta (es decir, producto de la fusión hay una empresa con mayor dominancia). En nuestro caso, el número de empresas (Bolsas de Valores) disminuiría, pero la disparidad en el tamaño se podría emparejar.

Tomando los montos negociados de las Bolsas latinoamericanas, tenemos el escenario del Cuadro N° 1 al año 2020. Resulta necesario mencionar que se está excluyendo a la Bolsa de Nueva York porque su monto negociado (US\$ 36 billones) supera excesivamente a los montos negociados de las otras bolsas de la región y de incluirlas no se podría diferenciar completamente la participación entre las mismas. Además, las características de las bolsas latinoamericanas y la de EEUU difieren abismalmente, empezando porque EEUU no es parte de la región, asimismo, otras diferencias pueden verse en número de participantes, diversificación de productos, entre otros.

Por lo anterior, se está tomando en cuenta a las bolsas latinoamericanas, las cuales también exhiben un grado de sustituibilidad entre las mismas, pues un inversionista al que le interesa invertir en Latinoamérica podría migrar de una bolsa a otra, dado su interés por la región, pero características específicas de cada país. Esto es posible, también, porque los mercados de capitales de América Latina están creciendo y hay más oportunidades de inversión en los mismos. De hecho, los flujos de inversión extranjera directa (IED) hacia América Latina han crecido significativamente en los últimos años, alcanzando un récord de US\$ 141 mil millones en 2022. Además, según datos de la BMV, el volumen de negociación en el mercado accionario mexicano Y brasileño aumentaron en 25% y 20% en 2022 (CEPAL, 2023).

Cuadro N° 1: Cálculo HHI de las bolsas latinoamericanas pre-integración de la BVL, BCS y BVC (2020).

Entidad	País	Monto negociado (US\$)	Participación
B3	Brasil	19,869,431.00	92.65%
Bolsa de Santiago	Chile	875,119.00	4.08%
Bolsa de Valores de Colombia	Colombia	417,034.00	1.94%
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Argentina	40,614.00	0.19%
Bolsa Mexicana de Valores	México	156,487.00	0.73%
Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica	Costa Rica	27,862.00	0.13%
Bolsa Boliviana de Valores	Bolivia	13,326.00	0.06%
Bolsa de Valores de Rep. Dominicana	Rep. Dominicana	11,198.00	0.05%
Bolsa de Valores de Panamá	Panamá	8,122.00	0.04%
Bolsa de Valores de Guayaquil	Ecuador	6,179.00	0.03%
Bolsa de Valores de Quito	Ecuador	6,098.00	0.03%
Bolsa de Valores de Lima	Perú	5,761.00	0.03%
Bolsa de Valores de El Salvador	El Salvador	4,064.00	0.02%
Bolsa de Valores de Paraguay	Paraguay	3,291.00	0.02%
Bolsa de Valores de Caracas	Venezuela	19.00	0.00%
HHI ACTUAL: 8.605			

Fuente: BBV (2020)

Tras asumir la fusión de la BSC, la BVL y la BVC, el monto negociado entre las tres bolsas se calcula de manera aditiva respecto a la tabla anterior. Se ha calculado cuánto, adicionalmente, debería aumentar el monto negociado para estar mejor que sin fusión. Así, se halló que el monto negociado debería aumentar al menos 1.7% para alcanzar un HHI mejor que en el caso anterior. Este aumento es razonable y esperable, dada las sinergias que se esperan conseguir tras la fusión.

Cuadro N° 2: Cálculo HHI de las bolsas latinoamericanas post-integración de la BVL, BCS y BVC

Aumento necesario	21707.06773	1.7%
-------------------	-------------	------

Entidad	País	Monto negociado (US\$)	Participación
B3	Brasil	19,869,431.00	92.56%
Mercado integrado	3 países	1,319,621.07	6.15%
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Argentina	40,614.00	0.19%
Bolsa Mexicana de Valores	México	156,487.00	0.73%
Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica	Costa Rica	27,862.00	0.13%
Bolsa Boliviana de Valores	Bolivia	13,326.00	0.06%
Bolsa de Valores de Rep. Dominicana	Rep. Dominicana	11,198.00	0.05%
Bolsa de Valores de Panamá	Panamá	8,122.00	0.04%
Bolsa de Valores de Guayaquil	Ecuador	6,179.00	0.03%
Bolsa de Valores de Quito	Ecuador	6,098.00	0.03%
Bolsa de Valores de El Salvador	El Salvador	4,064.00	0.02%
Bolsa de Valores de Paraguay	Paraguay	3,291.00	0.02%
Bolsa de Valores de Caracas	Venezuela	19.00	0.00%
HHI POST FUSIÓN: 8.605			

Fuente: BBV (2020)

En ese sentido, usando esta herramienta, se puede pensar que la fusión de las bolsas logrará aminorar la concentración del mercado y permitir, así, un mejor escenario para la competencia.

5.3. Eficiencias y sinergias

La integración de los mercados de capitales de Chile, Colombia y Perú tiene el potencial de generar sinergias significativas y mejorar la competencia en el mercado, lo que conducirá a una mayor eficiencia.⁷

Uno de los mecanismos clave de integración es la consolidación de los procesos de negociación y post negociación en una única plataforma. Esta consolidación elimina procesos duplicados, reduce costos operativos y mejora la eficiencia en la ejecución, compensación, liquidación y custodia de las operaciones. Al simplificar estos procesos, el mercado integrado puede operar de manera más fluida y eficiente, reduciendo los costos de transacción y mejorando la competencia.

Además, se planea establecer reglas y procedimientos de acceso estandarizados para emisores, intermediarios e inversores en los tres mercados. Esta estandarización simplifica y agiliza el proceso de participación, reduce las [barreras de entrada](#) y mejora la eficiencia del mercado. Al crear igualdad de condiciones y eliminar complejidades innecesarias, el mercado integrado se vuelve más competitivo frente a otras bolsas latinoamericanas (p. ej., la de Brasil), atrae a una gama más amplia de participantes (emisores e inversionistas) y fomenta la innovación.

En esa línea, cabe recalcar que el holding regional espera que sus ingresos tengan una tasa de crecimiento mayor en un 47% a la tasa de crecimiento de los ingresos de la suma de las sociedades por separado (es decir, se espera que sus ingresos aumenten desde 2,7% a 3,8%). Asimismo, espera reducir en el corto plazo los gastos en la sociedad unificada en 17% respecto al caso en el que operan por separado (BVC, 2021).

Por su parte, también se proyecta que la integración de como resultado una mayor liquidez y profundidad del mercado. Al consolidar las actividades comerciales y atraer un mayor grupo de participantes, el mercado integrado puede experimentar mayores volúmenes de negociación y una mejor liquidez. Una mayor liquidez mejora la determinación de precios, reduce los diferenciales entre oferta y demanda y mejora la eficiencia del mercado, haciéndolo más atractivo tanto para inversores como para emisores.

Es necesario hacer énfasis en que es vital atraer a inversionistas extranjeros, pues al crear un mercado más grande e integrado, el holding regional puede ofrecer una gama más diversa de oportunidades de inversión. La convergencia con las normas y regulaciones internacionales aumenta la confianza de los inversores extranjeros, lo que genera mayores flujos de inversión. Esta afluencia de capital extranjero no sólo proporciona liquidez adicional, sino también promueve la transferencia de conocimientos y fomenta el crecimiento económico en la región.

Así, se espera que la integración de los mercados de capitales de Chile, Colombia y Perú genere sinergias significativas y mejore la competencia, lo que conducirá a un mercado más eficiente. Mediante la consolidación de los procesos de negociación y post negociación, la estandarización de las reglas de acceso, la armonización de las regulaciones y la adopción de tecnología, el mercado integrado puede lograr ahorros de costos, eficiencias operativas, mayor liquidez y mejores ofertas de productos.

⁷ Para revisar un análisis de eficiencias en operaciones horizontales: Bonifaz, J. L. (2023). [La medición de eficiencias en las operaciones de concentración horizontal: Una perspectiva económica](#). Investigaciones CeCo

5.4. Análisis comparativo: casos similares

Para comprender mejor la integración, es importante revisar casos de integraciones similares.

5.4.1. European Stock Exchange (Euronext)

La European Stock Exchange (Euronext) es la primera bolsa de valores paneuropea que opera en varios países —Bélgica, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Noruega, Portugal y el Reino Unido—. Se formó en el año 2000 mediante la fusión de las Bolsas de Valores de Ámsterdam, Bruselas y París, y la última Bolsa en integrarse fue la Bolsa de Milán, el año 2021 (Euronext, 2023).

El modelo de Euronext consiste en proporcionar una plataforma para que las empresas obtengan capital mediante la emisión de acciones, bonos y derivados, operando con sedes en cada uno de los países participantes. De tal manera, al cotizar en esta bolsa integrada, las empresas obtienen acceso a un amplio grupo de inversionistas y pueden mejorar su visibilidad y credibilidad en los mercados financieros. Además, cuentan con un Libro Único de Órdenes, que permite a los emisores aprovechar las regulaciones de mercado abierto de Europa y ofrece a los inversionistas una gama más amplia de oportunidades de inversión. De esta manera, se cuenta con un entorno armonizado en términos de información financiera y estándares contables, a la vez que cada operador de mercado está sujeto a las leyes y regulaciones nacionales en su jurisdicción (Euronext, 2015).

El éxito de Euronext lo llevó a fusionarse, el año 2007, con la Bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange (NYSE)). En su momento, tras la operación conjunta, fue la bolsa de valores más grande del mundo en términos de capitalización bursátil y colaboró en la diversificación de productos financieros y con la reducción de costos transaccionales. Sin embargo, por la situación de los mercados de valores y la diferencia en los modelos de negocio, esta fusión no mantuvo su éxito y se dividió al corto tiempo (Scott, 2022). No obstante, hoy se mantiene dentro de las 5 bolsas con mayor capitalización, superando los USD 6 billones.

5.4.2. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEX)

Otra experiencia interesante es la de **Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEX)**. Con una capitalización de mercado total de más de USD 4 billones el 2023, HKEX es el séptimo operador bursátil más grande del mundo (Statista, 2023).

En particular, HKEX se formó como consecuencia de una reforma integral del mercado de valores y de futuros de Hong Kong, que tenía el **objetivo de aumentar la competitividad y enfrentar los desafíos de un mercado cada vez más globalizado**. Como resultado, la Bolsa de Valores de Hong Kong Limited (SEHK) y la Bolsa de Futuros de Hong Kong Limited (HKFE) se desmutualizaron y, junto con Hong Kong Securities Clearing Company Limited (HKSCC), se fusionaron en una única sociedad de cartera, HKEX. Posteriormente, en 2012, HKEX también adquirió la Bolsa de Metales de Londres (LME), la principal bolsa de metales del mundo desde su fundación en 1877 (HKEX, 2023). De tal manera, HKEX actúa como un holding que opera como sociedad de cartera.

5.4.3. Australian Securities Exchange (ASX)

Esta es la principal bolsa de valores de Australia, y es uno de los 20 grupos bursátiles cotizados más importantes del mundo, midiendo por capitalización de mercado (Statista, 2023).

La formación de la ASX se dio de manera directa tras la modificación de la legislación del parlamento australiano. En concreto, el cambio legislativo implicó la fusión de las seis bolsas de valores independientes que habían operado en las capitales de los Estados australianos (ASX, s.f.).

5.4.4. Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)

Entre todo, resulta esencial resaltar que, para los países sujetos de este artículo, han existido intentos para integrar los mercados financieros en décadas pasadas. En particular, en 2011, se instauró el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), cuyo fin era la negociación de títulos de renta variable entre los países de Perú, Chile y Colombia, y donde también se integró la Bolsa de Valores de México (BVM) el año 2014 (BVC, 2021).

Diferenciándose con integraciones de bolsas en otros lugares del mundo, los mercados que integran el MILA **no perdían independencia o autonomía regulatoria**. En efecto, uno de sus atractivos es que cuenta con autonomía en la administración de cada mercado; por lo tanto, no se encontraba bajo ningún territorio. Sin embargo, mantenían la premisa del crecimiento conjunto como un mercado integrado. Con ello, se buscaba mayor exposición de las bolsas de cada país, mayor variedad de productos y oportunidades, que los inversionistas podrían aprovechar y así, invertir con mayor facilidad en los otros mercados del MILA (Cruz Kamiche, 2014).

A pesar de ello, las estadísticas muestran que el MILA no tuvo el éxito deseado, pues los montos de negociación y las cantidades de operaciones realizadas no han experimentado mejoras a partir de la integración. En efecto, la caracterización de los mercados accionarios permite afirmar que los mercados no experimentaron sinergias y, más bien, operaron de manera individual.

Cuadro N° 3: Caracterización de mercados accionarios del MILA

	Perú		Chile		Colombia		México	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Capitalización bursátil (US\$ millones)	81 224	73 874	152 454	170 480	92 035	67 573	459 636	454 428
Número de empresas locales listadas	210	207	194	192	65	66	138	133
Monto negociado en acciones (US\$ millones)	4 354	2 688	51 297	38 257	6 751	6 761	101 448	111 585
Monto negociado promedio diario en acciones (US\$ millones)	17,3	10,7	204,4	152,4	26,9	27,5	404,2	437,6
Rentabilidad anual principal índice de mercado	S&P/BVL Perú Select 2,2%	S&P/BVL Perú Select -1,3%	S&P IPSA 3,1%	S&P IPSA 22,1%	COLCAP -1,9%	COLCAP -8,9%	S&P/BMV IPC 20,9%	S&P/BMV IPC -9,0%

Fuente: BCS (2022)

VI. ¿LA INTEGRACIÓN DE LAS BOLSAS BENEFICIA LA LIBRE COMPETENCIA EN EL MERCADO?

La integración regional de las bolsas de valores de Santiago, Colombia y Lima tiene el potencial de mejorar significativamente el nivel de competencia en el mercado de bolsas. Para ello, deben unir sus recursos, experiencia e infraestructura para crear un mercado financiero regional sólido y dinámico, lo que a su vez atraerá a una gama más amplia de participantes e inversores. Esto fomentará la competencia basada en el mérito y no en las disparidades regulatorias, garantizando un trato justo y equitativo para todos los participantes del mercado.

Es necesario enfatizar la importancia para este cometido de la armonización de regulaciones y normas, ya que es vital reducir la complejidad regulatoria para facilitar las transacciones entre mercados. Sin la alineación de

los marcos regulatorios, será complicado eliminar las barreras innecesarias y así fomentar la innovación. La adopción de estándares internacionales de control, gobernanza e información, junto con una infraestructura tecnológica sólida son necesarias para la integración de las operaciones y mejorar la eficiencia del mercado.

Otro beneficio de la integración regional es la generación de ahorros de costos y eficiencias operativas. Al consolidar procesos, eliminar redundancias y optimizar las operaciones, **el holding regional puede reducir gastos y mejorar la rentabilidad**. Esto permitirá ofrecer precios más competitivos, beneficiando tanto a emisores como a inversores. Por ello, es necesario enfocarse en crear más oferta, que permita una mayor liquidez y profundidad del mercado, lo que mejorará la determinación de precios y reducirá los diferenciales entre oferta y demanda.

REFERENCIAS

- Andrade, G., & Stafford, E. (2004). Investigating the economic role of mergers. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10(1), pp. 1-36.
- Apple Inc. (10 de Diciembre de 2023). *Market capitalization of Apple (AAPL)*. Obtenido de <https://companiesmarketcap.com/apple/marketcap/#:~:text=Market%20capitalization%20of%20Apple%20%28AAPL%29%20Market%20cap%3A%20%243.043,company%20by%20market%20cap%20according%20to%20our%20data>.
- ASX. (s.f.). *About us*. Obtenido de <https://www.asx.com.au/about>
- ASX. (s.f.). *ASX story*. Obtenido de <https://www.asx.com.au/about/asx-story>
- Autorregulador del Mercado de Valores - AMV. (s.f.). *Leyes*. Obtenido de Normativa del mercado de valores y divisas: <https://amvcolombia.org.co/normativa-del-mercado-de-valores/#:~:text=Normativa%20del%20mercado%20de%20valores%20y%20divisas%20Encuentre,Reglamentos%20Boletines%20normativos%20Cartas%20circulares%20Hist%C3%B3rico%20Cartas%20Circulares>
- BBV. (2020). *Memoria 2020*. BBV. Obtenido de <https://www.bbv.com.bo/Media/Default/Memorias/Memoria2020.pdf>
- BCS. (2021). *Historia*. Obtenido de Acerca de la Bolsa de Santiago: https://www.bolsadesantiago.com/historia_la_bolsa
- BCS. (2022). *Memoria Anual 2022*. Santiago de Chile.
- BCS. (s.f.). *Normativa Bolsa de Santiago*. Obtenido de Normativa y Documentos: https://www.bolsadesantiago.com/normativa_bolsa
- Berlin, M. (2012). Banks and Markets : Substitutes, Complements, or Both? *Business Review (Federal Reserve Bank of Philadelphia)*.
- Bonifaz, L. (2022). *Inversiones: ¿Por qué invertir en EE.UU.?*. Obtenido de BANBIF: <https://www.banbif.com.pe/Personas/Otros-Servicios/BanBif-Selecta/n-73>
- BVC. (2021). MILA. Obtenido de <https://www.bvc.com.co/mercado-integrado-latinoamericano>
- BVC. (s.f.). *Historia*. Obtenido de Nuestra empresa: <https://www.bvc.com.co/nuestra-empresa?tab=documentos-claves>
- BVL. (2022). *Sobre BVL*. Obtenido de <https://www.bvl.com.pe/quienes-somos/quienes-somos-bvl/bolsadevaloresdelima>
- CEPAL. (2023). Obtenido de La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2023: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/9a7cc765-ac4e-40dc-b69d-4ffe3cc4508e/content>
- Church, J., & Ware, R. (2000). *Industrial organization: a strategic approach*. McGraw-Hill Education.
- Cruz Kamiche, J. D. (2014). MILA: ¿Mejor Intermediación Latinoamericana? *Tesis para optar el grado de Magíster en Derecho Financiero y Bancario con mención en Gestión Financiera*. Obtenido de https://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/bitstream/handle/20.500.12404/5833/CRUZ_KAMICHE_JUAN_INTERMEDIACION_FINANCIERA.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Diario El Peruano. (2023). DECRETO SUPREMO N° 020-2023-EF. *Decreto Supremo que aprueba el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores*.



Este documento se encuentra sujeto a los términos y condiciones de uso disponibles en nuestro sitio web:
<http://www.centrocompetencia.com/terminos-y-condiciones/>

Cómo citar este artículo:

Delia Ruiz y Claudia Alvarado, "La integración regional de las bolsas y las condiciones de competencia en el mercado de valores", *Investigaciones CeCo* (diciembre 2023),
<http://www.centrocompetencia.com/category/investigaciones>

Envíanos tus comentarios y sugerencias a info@centrocompetencia.com
CentroCompetencia UAI – Av. Presidente Errázuriz 3485, Las Condes, Santiago de Chile